



NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, våren 2010

# Med stø kurs

*En modellteoretisk studie av Kinas valutapolitikk i et  
globalt kapitalperspektiv*

av

**Morten Halvorsen og Magnus Grønn Reiten**

**Veileder: Postdoktor Ingvild Almås**

Masterutredning innen hovedprofilen Finansiell økonomi.

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntar for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

---

## Sammendrag

Denne utredningen tar utgangspunkt i Kinas store myndighetsstyrte kapitaleksport, og argumenterer for at dette skyldes et ønske om å opprettholde fast valutakurs overfor amerikanske dollar. Analysen bygger på en enkel modell som viser at den kinesiske valutaen ville appresiert i et fritt valutakursregime, og dermed at kapitaleksport har vært nødvendig for å holde valutaen fast ved det som kan virke som et kunstig lavt nivå. Avslutningsvis diskuteres kort mulige årsaker til at Kina har ønsket å holde valutakursen fast, samt fordeler og ulemper med landets valutakurspolitikk i et bredere perspektiv.

---

## Forord

Etter nesten fem års utdanning ved Norges Handelshøyskole (NHH) kan det være vanskelig å finne ut hva man skal skrive om som avsluttende oppgave. Valget av Kinas valutakurs i et globalt kapitalflytperspektiv som tema for denne oppgaven er et resultat av vår interesse for finans og makroøkonomi, samt temaets aktualitet innenfor både media og academia. Arbeidet med utredningen har vært spennende og lærerikt, og alt i alt har semesteret vært en fin måte å ta avskjed med NHH og Bergen på.

Vi ønsker særlig å rette en takk til vår veileder Ingvild Almås for gode råd og engasjert veiledning underveis i arbeidet.

Bergen, 11. juni 2010.

Morten Halvorsen

Magnus Grønn Reiten

---

# Innhold

<b>SAMMENDRAG.....</b>	<b>2</b>
<b>FORORD .....</b>	<b>3</b>
<b>INNHold .....</b>	<b>4</b>
<b>1. INTRODUKSJON .....</b>	<b>6</b>
<b>2. UTENRIKSREGNSKAPENE I USA OG KINA .....</b>	<b>11</b>
<b>3. EN ENKEL VALUTAKURSMODELL .....</b>	<b>15</b>
3.1 INTRODUKSJON TIL VALUTAMARKEDET .....	15
3.2 VALUTAKURSMODELLEN .....	17
3.2.1 Effekt av nettoeksport.....	19
3.2.2 Effekt av netto utenlandske investeringer.....	28
3.2.3 Effekt av nettoflyt av spekulasjonskapital.....	42
3.2.4 Kinas fundamentale valutakurs – oppsummering .....	47
<b>4. OFFENTLIG MANIPULASJON AV VALUTAKURSEN.....</b>	<b>49</b>
4.1 KINAS VALUTAKURSPOLITIKK.....	51
4.2 INTERNASJONALE RESERVER OG KAPITALFLYT .....	58
4.3 FORDELER OG ULEMPER VED KINAS VALUTAKURSPOLITIKK.....	59
<b>5. AVSLUTTENDE BETRAKTNINGER .....</b>	<b>62</b>
<b>LITTERATUR .....</b>	<b>64</b>
<b>APPENDIKS .....</b>	

---

## Figurliste

Figur 1.1 Kjøpekraftsjustert (PPP) BNP per capita for USA og Kina, 1980-2009.....	7
Figur 2.1 Driftsbalanser for USA og Kina, 1980-2010.....	11
Figur 2.2 Dekomponert kapitalbalanse for USA, 1980-2008. ....	12
Figur 2.3 Dekomponert kapitalbalanse for Kina, 1982-2008.....	13
Figur 2.4 Kapitalbalanse Kina - uten internasjonale reserver, 1982-2008.....	14
Figur 3.1 Tilbud og etterspørsel i valutamarkedet. ....	17
Figur 3.2 Årlig kinesisk eksport av varer og tjenester, 1980-2008. ....	20
Figur 3.3 Kinesisk BNP per capita (PPP) 1980-2008. ....	23
Figur 3.4 Årlig kinesisk import av varer og tjenester, 1980-2008. ....	25
Figur 3.5 Årlig kinesisk eksport og import av varer og tjenester, 1980-2008. ....	26
Figur 3.6 Årlig kinesisk nettoeksport av varer og tjenester, 1980-2008. ....	26
Figur 3.7 Effekt av økt nettoeksport på valutakursen. ....	28
Figur 3.8 Innskuddsrenter i Kina og USA, 1980-2008. ....	31
Figur 3.9 Fattigdom i Kina, 1981-2005.....	33
Figur 3.10 Månedlig industrilønn i Kina (...), 1979-2007.....	35
Figur 3.11 Indeksert gjennomsnittlig industritimelønn i 2002.....	35
Figur 3.12 Politiske og institusjonelle forhold i Kina, 1996-2008.....	37
Figur 3.13 Komposisjon av årlige netto utenlandske investeringer for Kina, 1982-2008. ....	40
Figur 3.14 Årlige netto utenlandske investeringer for Kina, 1982-2008. ....	41
Figur 3.15 Effekt av økte netto utenlandske investeringer på valutakursen. ....	42
Figur 4.1 Utvikling i Kinas valutakurs, 1980-2008.....	49
Figur 4.2 Ulike faser av kinesisk valutakurspolitikk, 1980-2009. ....	51
Figur 4.3 Utvikling i Kinas valutakurs, 1996-2010.....	54
Figur 4.4 Undervaluering .....	55
Figur 4.5 Kinas akkumulering av internasjonale reserver, 1980-2008. ....	56
Figur 4.6 Årlig utvikling i Kinas internasjonale reserver, 1982-2008. ....	57

---

# 1. Introduksjon

Globale finansielle ubalanser er et begrep som refererer til de store underskuddene og overskuddene på enkelte lands driftsregnskaper (Adams & Park, 2009). Ubalansene har vokst mye de siste ti årene, og mange mener de er i ferd med å bli så store at de utgjør en trussel for den finansielle stabiliteten i verdensøkonomien. Andre mener at ubalansene ikke bare utgjør en fremtidig trussel, men at vi allerede har sett noe av skadepotensialet til disse ubalansene gjennom feilallokering av overskuddslikviditet som en av hovedårsakene til finanskrisen (Dunaway, 2009).

USA og Kina er sentrale land, og motpoler, i dette bildet. USA på den ene siden er verdens største økonomi, og regnes som ”moden” i den forstand at de har tilbakelagt en industrialiseringsfase og en påfølgende periode med høy økonomisk vekst. Kina, på den annen side, regnes sammen med de andre voksende asiatiske økonomiene som ”ung” målt etter økonomisk modenhet. Det folkerike landet har de siste 30 årene opplevd en voldsom økonomisk vekst sammenfallende med en økonomisk integrasjonsprosess med verdensøkonomien, en prosess preget av økende åpenhet for vare- og kapitalflyt etter en lang historie med streng kontroll av eksport, import og kapitalmarkeder<sup>1</sup>.

I følge ”Balance of Payments cycle”-teorien<sup>2</sup> skulle man forvente at unge økonomier låner penger for å investere i industri, bygge eksportkapasitet og generelt legge til rette for å utnytte sine ressurser. Etter hvert som landene modnes, forventes de å nedbetale denne gjelden med avkastningen som investeringene har gitt. Videre forventes det at landene akkumulerer utenlandske aktiva, og etter hvert blir netto långiver overfor nye unge økonomier.

En annen teori ble formalisert av økonom og nobelprisvinner Robert Lucas jr. i 1990. Med utgangspunkt i nyklassisk teori, som forutsetter avtakende grensenytte av kapital, viste Lucas at man skulle forvente at kapital allokeres der det er relativt lite kapital fra før, det vil si i

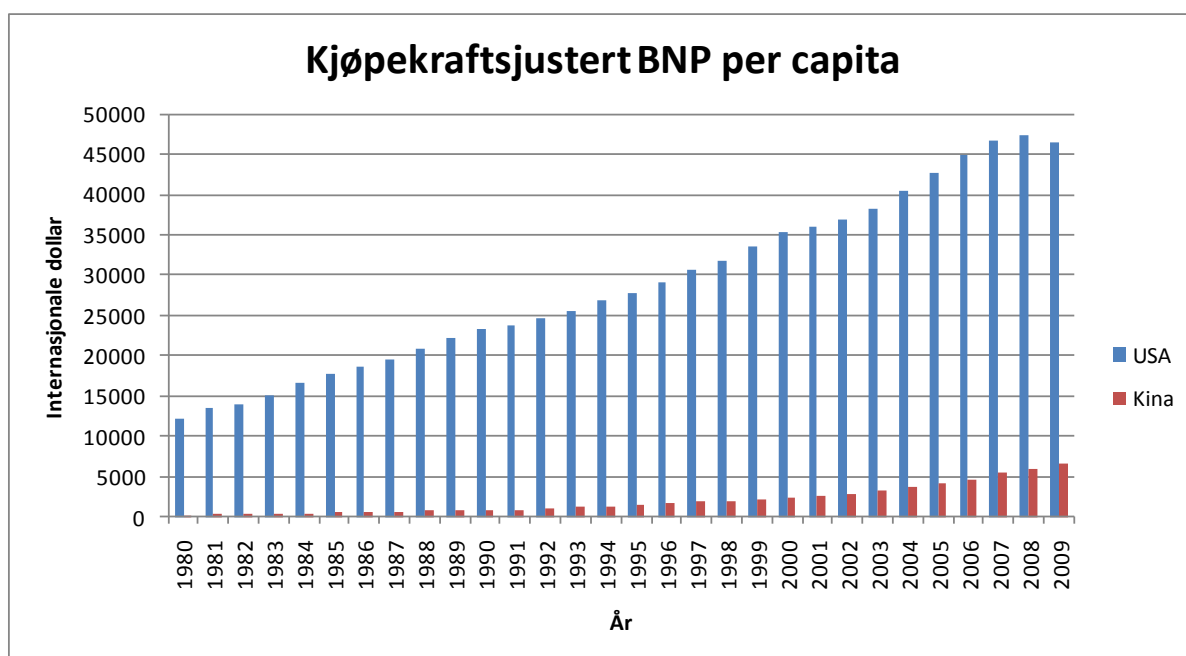
---

<sup>1</sup> En kort beskrivelse av Kinas finansielle utvikling etter 1950 finnes i appendiks A.

<sup>2</sup> ”Balance of Payments cycle”-teorien, som presentert i blant annet Kwan (1994), beskrives i appendiks B.

fattige land (Lucas, 1990)<sup>3</sup>. Hans arbeider baseres på en modell uten handel, der eneste interaksjon mellom land skjer gjennom investeringer. Effekten blir imidlertid forsterket dersom man fjerner denne begrensningen og økonomien åpnes for handel. Resultatet blir at man burde forvente større ulikhet i avkastningen og dermed enda større kapitalflyt fra rike til fattige land (Almås, 2005).

Målet på fattigdom som benyttes i Lucas' artikkel er bruttonasjonalprodukt (BNP) per capita. Som figur 1.1 viser, er Kina, til tross for høy vekst i BNP per capita de siste tiårene, vesentlig fattigere enn USA. Justert for kjøpekraftsforskjeller hadde Kina 5998 amerikanske dollar i inntekt per innbygger i 2008, mens USA hadde en inntekt på 47 392 dollar per innbygger samme år (International Monetary Fund [IMF] World Economic Outlook Database [WEOD], 2010).



Figur 1.1 Kjøpekraftsjustert (PPP) BNP per capita for USA og Kina, 1980-2009. (Kinas verdi for 2009 er estimert). Kilde: IMF WEOD, 2010).

Empirien viser imidlertid at det ofte ikke er slik at kapital flyter fra rike, økonomisk modne land til fattige, økonomisk unge land, slik teoriene predikerer. Som vi skal se i kapittel 2, er den modne økonomien USA betydelig netto importør av kapital mens den fremvoksende økonomien Kina er en betydelig netto eksportør.

<sup>3</sup> En formell utledning og presentasjon av Lucasparadokset finnes i appendiks C.

---

Det interessante er derfor ikke bare *størrelsene* på de globale ubalansene som diskutert innledningsvis, ubalansene synes i tillegg å ha motsatt fortegn av det man skulle forvente ut fra økonomisk teori.

Det er interessant å merke seg at privat kapital, i henhold til nyklassisk teori, netto flyter *inn* til Kina<sup>4</sup>. Likevel er landet i sum en betydelig nettoeksportør av kapital, fordi den kinesiske sentralbanken kjøper store mengder utenlandske, og da særlig amerikanske, verdipapirer. På denne måten sørger den kinesiske sentralbanken for at Kina blir netto kapitaleksportør. Et sentralt spørsmål er da hvorfor sentralbanken gjør dette.

Én mulig årsak er at det massive oppkjøpet av utenlandske verdipapirer skyldes ønsket om offentlig sparing for å kunne møte en alvorlig aldringskrise som har blitt forsterket av landets ettbarnspolitik (Banister et al., 2010). En alternativ teori er at Kina frykter å oppleve det samme som de asiatiske tigrene, med Thailand i spissen, opplevde under Asiakrisen i 1997, hvor kapitalflyten inn i landet brått stoppet opp, noe som førte til valutakursfall som økte gjeldsbyrden deres voldsomt (AFP, 2010).

Begge disse teoriene har sannsynligvis noe forklaringskraft på hvorfor den kinesiske sentralbankens eksporterer kapital. Vi mener likevel hovedmotivet bak kapitaleksporten skyldes valutakurspolitikk, og her ligger hovedfokuset i denne utredningen. Kina har holdt sine renminbi fast overfor amerikanske dollar helt siden 1995, kun avbrutt av en treårsperiode med kontrollert appresiering fra 2005 til 2008. Ved hjelp av en enkel valutakursmodell vil vi vise at det de siste tiårene har oppstått et betydelig press oppover på den kinesiske valutaen. Dette økende presset har ført til at den kinesiske sentralbanken har måttet tilby stadig mer av sin egen valuta på verdensmarkedet for å kunne holde valutakursen fast ved det som synes som et kunstig lavt nivå.

Deler av analysen vår er relativt ukontroversiell i den forstand at det vanskelig kan hevdes at den kinesiske sentralbanken *ikke* holder valutakursen fast overfor amerikanske dollar. Fastkursregimet kan enkelt ses ved å betrakte utviklingen i Kinas valutakurs<sup>5</sup>. I tillegg er den

---

<sup>4</sup> Se figur 3.13-14.

<sup>5</sup> Se figur 4.1-3.



---

kinesiske sentralbanken åpen om sin fastkurspolitikk, og har på den engelskspråklige utgaven av sin hjemmeside følgende setning som eneste beskrivelse av pengepolitikkenes formål:

*The objective of the monetary policy is to maintain the stability of the value of the currency and thereby promote economic growth.* (The People's Bank of China, 2010)

Det som kanskje er noe mer kontroversielt, er at analysen vår nødvendigvis innebærer et syn på renminbien som undervaluert. Dette har blitt studert og debattert mye blant økonomer de siste årene. Forsøkene på å estimere en fundamentalvalutakurs – den kursen som ville ha oppstått i et fritt marked – har vært mange, og konklusjonene har vært til dels svært sprikende. Dunaway og Li gjorde i 2005 et forsøk på å oppsummere arbeidene som inntil da var blitt gjort for å estimere en slik valutakurs, og fant at konklusjonene angående Kinas valuta varierte fra ingen undervaluering til omtrent 50 prosent undervaluering (Dunaway & Li, 2005). Hovedtyngden av studier syntes da å estimere en svak undervaluering, og i følge New York Times (2010) mener de fleste økonomer i dag at renminbien er undervaluert omtrent 25-40 prosent relativt til amerikanske dollar og andre valutaer.

Kapittel to presenterer utenriksregnskapene til USA og Kina, som viser at USA er netto kapitalimportør mens Kina er netto kapitaleksportør – motsatt av hva man skulle forvente. Dette danner grunnlaget for å diskutere *årsaken* til Kinas kapitaleksport.

I kapittel tre introduserer vi en enkel tolandsmodell for dannelsen av valutakurs med bakgrunn i enkle tilbuds- og etterspørselmekanismer. Basert på blant andre Abel et al. (1998) og Stiglitz og Walsh (2006) argumenterer vi for at tilbud og etterspørsel etter valuta bestemmes av ulike *drivere*. Driverne vi velger å fokusere på inndeles i tre hovedkategorier, *nettoeksport*, *netto utenlandske investeringer* og *nettoflyt av spekulasjonskapital*. Disse hovedkategoriene deles igjen inn i underdrivere, hvor deres påvirkning på valutakursen vil bli presentert teoretisk og drøftet gjennom kapitlet.

Drøftingen baseres i hovedsak på empiriske data for de siste tretti års utvikling. Hver hovedkategoris innvirkning på tilbudet og etterspørselen etter valuta vil bli oppsummert underveis, før vi mot slutten av kapittel tre argumenterer for at driverne i sum har ført til et betydelig press oppover på den kinesiske valutaen.

---

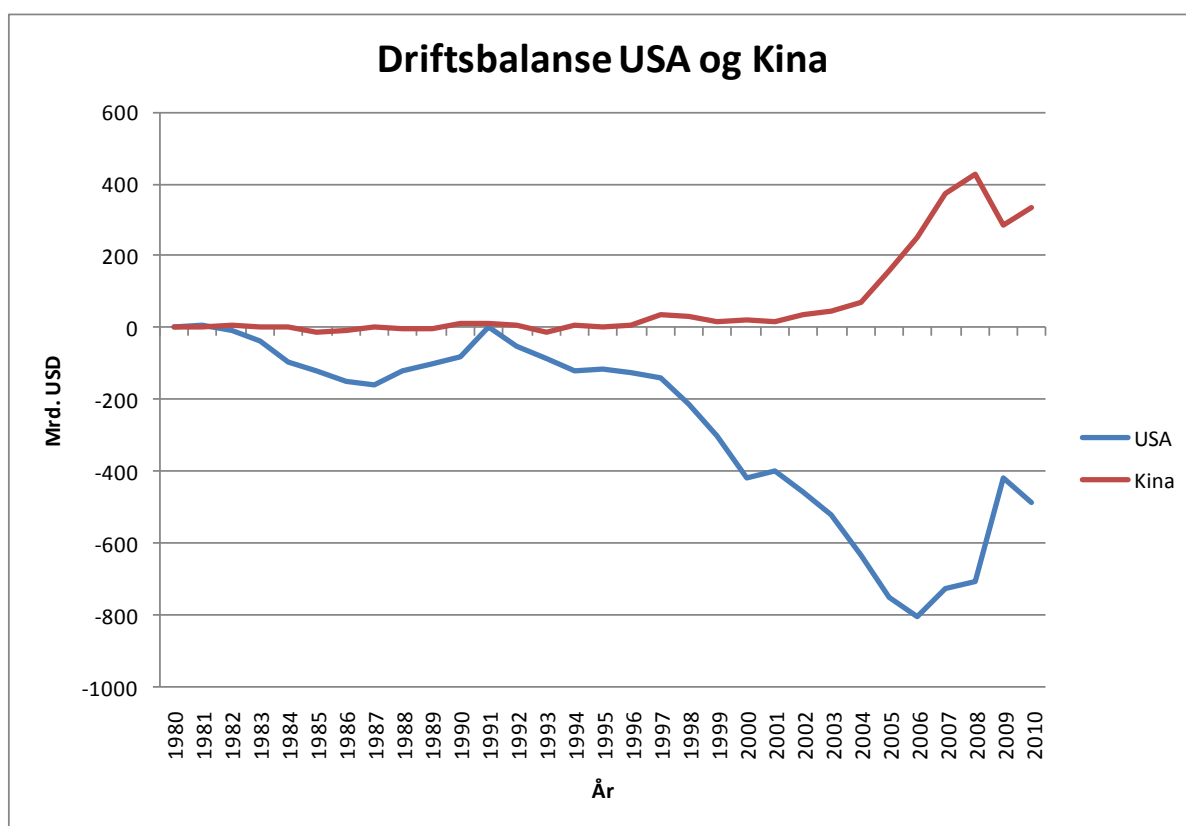
Modellen er generell, i den forstand at mekanismene er universelle og kan bidra til å forklare dannelsen av enhver valutakurs. Selv om modellen tar utgangspunkt i at valutakurser bestemmes i et fritt marked, kan modellen like fullt anvendes på et fastkursregime ettersom de samme markedsmekanismene gjør seg gjeldende også her. Forskjellen er at myndighetene i et fastkursregime aktivt prøver å motvirke disse markedsmekanismene, ved å anvende pengepolitiske virkemidler for å holde valutakursen fast ved ønsket nivå.

I kapittel fire introduserer vi offentlig inngripen i modellen, og viser at fraværet av appresiering av renminibien har blitt oppnådd gjennom at den kinesiske sentralbanken har økt tilbudet av valutaen ved å kjøpe utenlandske verdipapirer, og da særlig amerikanske statsobligasjoner. Vi drøfter også fordeler og ulemper knyttet til denne valutakurspolitikken, før vi i kapittel fem kommer med noen avsluttende betraktninger.

## 2. Utenriksregnskapene<sup>6</sup> i USA og Kina

Hittil har vi konstatert at Kina er relativt fattig, USA er relativt rikt, og at nyklassisk teori predikerer at USA derfor burde være netto kapitaleksportør mens Kina burde være netto kapitalimportør. "Balance of Payments cycle"-teorien antyder også at relativt unge økonomier ofte har negativ driftsbalanse, mens modne økonomier har positiv driftsbalanse – noe som direkte sammenfaller med den nyklassiske teorien ettersom negativ driftsbalanse må finansieres gjennom netto kapitalimport og positiv kapitalbalanse, og vice versa.

La oss med bakgrunn i dette studere driftsbalansene i USA og Kina siste 30 år.



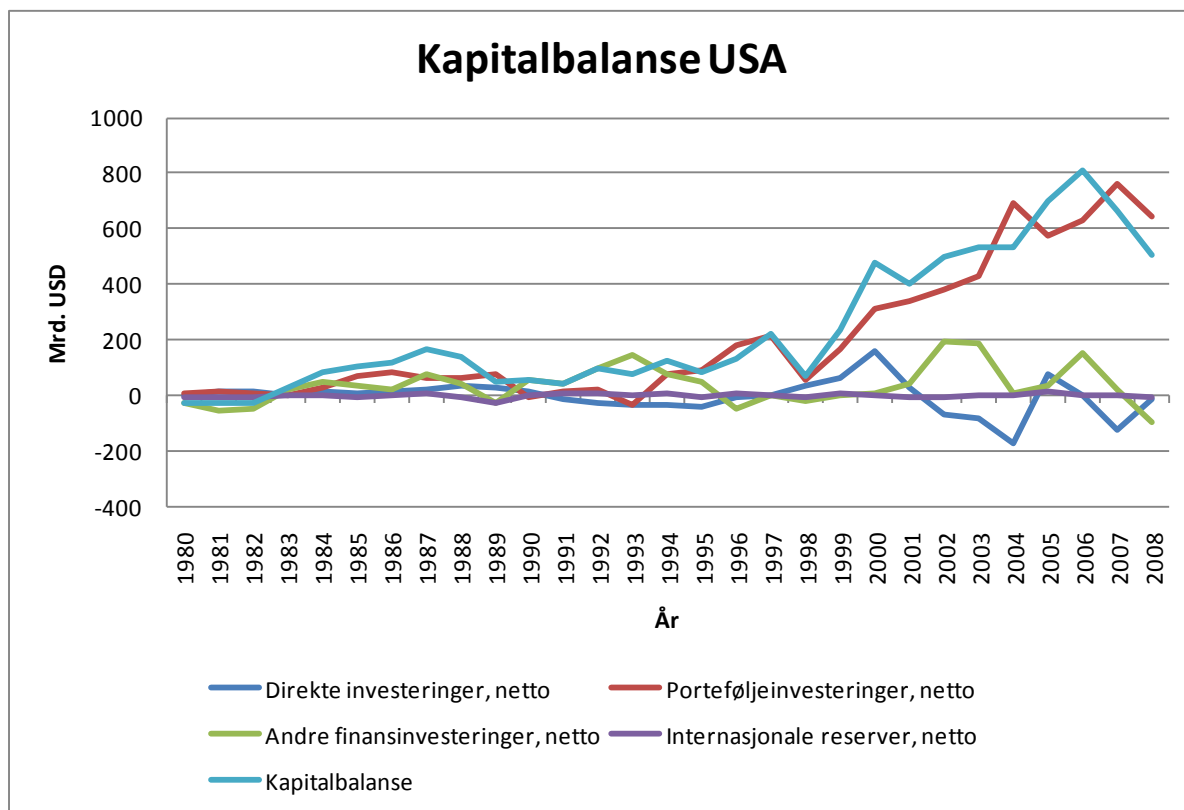
Figur 2.1 Driftsbalanser for USA og Kina, 1980-2010. Estimerer starter etter 2008 for Kina og etter 2009 for USA. (Kilde: IMF WEOD)

Som figur 2.1 viser har USA hatt negativ driftsbalanse siden 1980, med høyeste underskudd notert i 2006 på hele 803,5 milliarder dollar. For Kina ser vi at landet har hatt positiv

<sup>6</sup> En beskrivelse av elementene og sammenhengene i utenriksregnskapet finnes i appendiks D.

driftsbalanse siden midten av 90-tallet, samt at overskuddene har økt kraftig etter 2001, året da landet ble medlem av Verdens Handelsorganisasjon (WTO).

USAs negative driftsbalanse må som nevnt motsvares av en positiv kapitalbalanse, noe vi ser av figur 2.2.

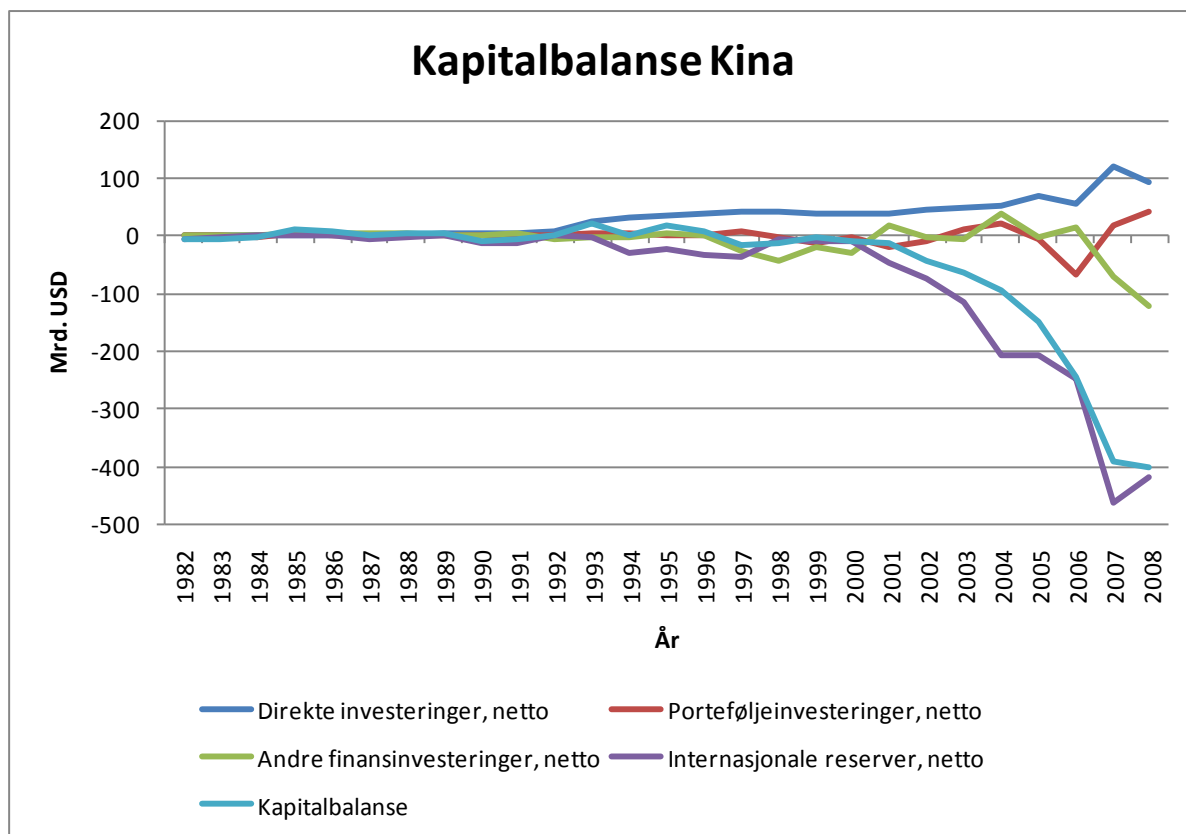


Figur 2.2 Dekomponert kapitalbalanse for USA, 1980-2008. (Kilde: IMF Balance of Payments Statistics Browser [BPSB], 2010)

Figur 2.2 viser at USA har hatt betydelig netto tilførsel av kapital<sup>7</sup>. Denne nettotilførselen har særlig kommet gjennom utenlandske porteføljeinvesteringer, som blant annet omfatter kjøp av amerikanske statsobligasjoner.

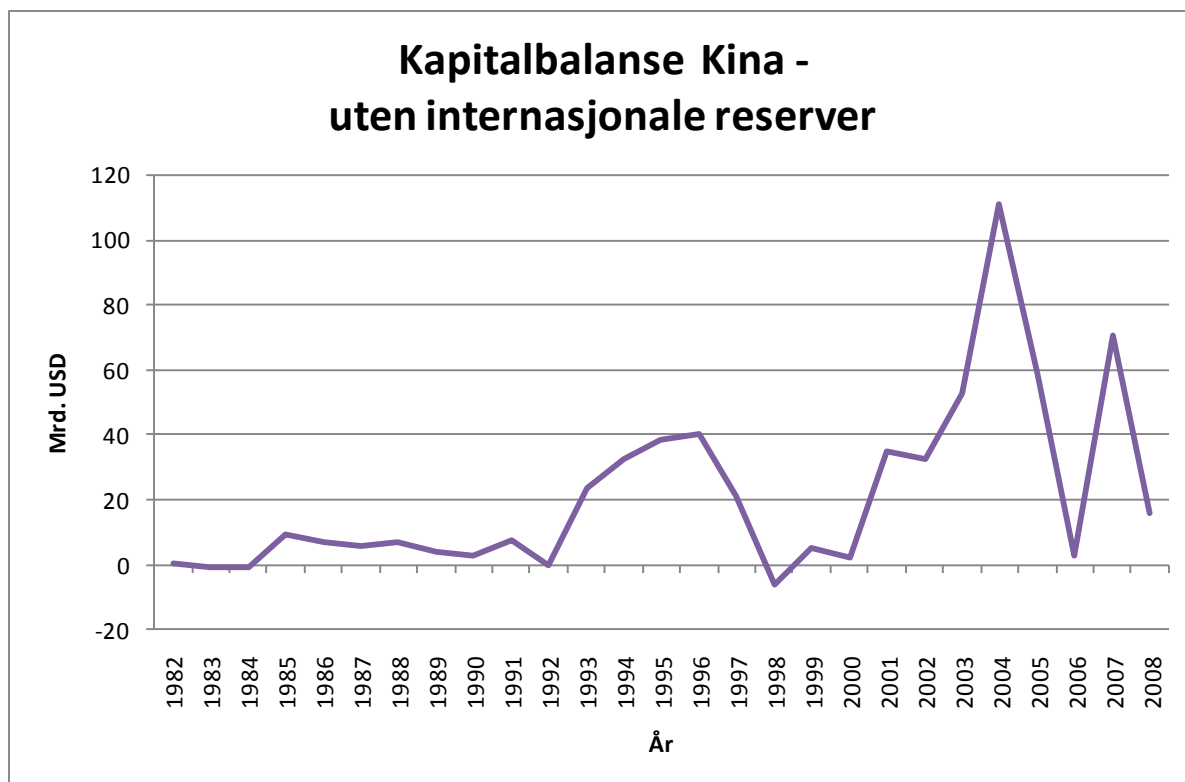
Kinas positive driftsbalanse motsvares av negativ kapitalbalanse, som betyr at kapital flyter ut av Kina. Figur 2.3 viser hvordan dette er tilfellet.

<sup>7</sup> Positiv kapitalbalanse betyr netto kapitalflyt inn i landet.



Figur 2.3 Dekomponert kapitalbalanse for Kina, 1982-2008. (Kilde: IMF BPSB, 2010)

Det mest interessante ved denne grafen er årsaken til at kapitalbalansen er sterkt negativ. De internasjonale reservene, som kontrolleres av den kinesiske sentralbanken, er den eneste årsaken til at kapitalen flyter ut av Kina. Dette bekreftes av figur 2.4, som viser at Kinas kapitalbalanse faktisk er positiv dersom man ekskluderer de internasjonale reservene.



*Figur 2.4 Kapitalbalanse Kina - uten internasjonale reserver, 1982-2008.  
(Kilde: IMF BPSB, 2010).*

Figuren viser at Kina faktisk har hatt en positiv nettoflyt av kapital inn i landet dersom den kinesiske sentralbankens intervensjon ekskluderes. Disse kapitalstrømmene synes å følge prediksjonene gjort av den nyklassiske teorien og "Balance of Payments cycle"-teorien, dog kanskje i mindre grad enn man skulle forvente.

Vi kan dermed slå fast at det er kinesiske myndigheters økning av de internasjonale reservene som gjør at Kina i sum er en netto kapitaleksportør. I den følgende analysen vil vi drøfte *årsaken* til denne kapitaleksporten.

---

## 3. En enkel valutakursmodell

### 3.1 Introduksjon til valutamarkedet

Vi lever i en stadig mer globalisert og økonomisk integrert verden. Den kraftige økningen i handel og investeringer mellom ulike land i nyere tid har nødvendiggjort fremveksten av et betydelig marked for kjøp og salg av valuta. Det er for eksempel slik at når en amerikaner i Ohio kjøper klær produsert i Shanghai, betaler han eller hun med amerikanske dollar. Men på et globalt plan innebærer kjøpet av kinesiskproduserte klær en import fra Kina som USA i siste instans må betale for med renminbi<sup>8</sup> – det er kinesere som har laget og solgt klærne, og de skal naturlig nok ha kompensasjon for dette i sin egen valuta. Ved import fra Kina til USA må amerikanere veksle om amerikanske dollar til renminbi – kjøpe renminbi og selge amerikanske dollar – for å betale. Tilsvarende må Kina veksle om renminbi til amerikanske dollar dersom landet eksempelvis importerer amerikanske biler. Investeringer fungerer på samme måten; amerikanske investeringer i kinesiske verdipapirer må foretas i renminbi og vice versa. På denne måten fører et internasjonalt marked hvor det investeres og handles varer og tjenester, til et internasjonalt marked hvor det handles valuta.

Valutamarkedet er desentralisert, og transaksjoner foregår døgnet rundt over hele verden. Størsteparten av handelen skjer gjennom tre finanssentra: London, New York og Tokyo (Stiglitz & Walsh, 2006). Globalt foregår det altså mer eller mindre kontinuerlig kjøp og salg av ulike lands valutaer. Og som i alle transaksjoner må det finnes en pris som kjøper og selger enes om. Prisen på et lands valuta er dets valutakurs, en pris som angir hvor mye denne valutaen er verdt i en annen valuta; all valutahandel er jo fundamentalt sett en byttehandel (Stiglitz & Walsh, 2006). Ettersom et lands valuta i prinsippet kan byttes mot alle andre lands valutaer, finnes det en hel rekke priser på hver og en valuta, avhengig av hvilken annen valuta den settes opp mot. Eksempelvis var USD/NOK- og USD/EUR-kursene per 21. april 2010 henholdsvis 5,8952 og 0,7443, det vil si at én amerikansk dollar på det tidspunktet var verdt noe under seks norske kroner, eventuelt i underkant av 0,75 euro.

---

<sup>8</sup> Den kinesiske valutaen omtales ofte som *yuan*. For de fleste formål er renminbi og yuan ekvivalente, men det mest korrekte er å si at renminbi er navnet på valutaen, mens yuan er hovedenheten av denne valutaen; tilsvarende er dollar hovedenheten av valutaen US dollar.

---

Hvordan prisene bestemmes, er et vanskeligere spørsmål. Det enkle svaret er at valuta omsettes i et marked; prisen bestemmes dermed som i alle frie markeder, nemlig av tilbud og etterspørsel. Her må det presiseres at en slik fri markedsbestemt pris historisk sett er en anomali. Bretton Woods-systemet, som påla verdens utviklede land å binde valutakursen sin opp mot en gullstandard, varte til begynnelsen av 1970-tallet, og gjennom 70-tallet holdt de fleste utviklede land fast kurs mot enten én bestemt valuta (som regel amerikanske dollar) eller en ”kurv” av ulike valutaer. I 1975 hadde 87 prosent av verdens utviklede land en form for fast valutakurs, men på 80-tallet begynte flere og flere land å gå bort fra fastkursregime, en trend som har fortsatt (Aziz & Caramazza, 1998). Norge innrettet pengepolitikken etter et valutakursmål til så sent som mars 2001 (Bjørnstad & Jansen, 2006).

Valutaregimer i dag har imidlertid fremdeles innslag av offentlig inngripen. Slik inngripen kan variere sterkt når det gjelder hyppighet og intensitet. Tiwari (2003) beskriver ulike valutaregimer og deler inn i følgende:

- Uavhengig flytende kurs, hvor markedskreftene bestemmer valutakursen.
- Kontrollert flytende kurs, hvor sentralbanken overlater kursutviklingen til markedet, men griper inn sporadisk for å forhindre for store svingninger.
- Semifast kurs, hvor sentralbanken tillater valutakursen å svinge innenfor et visst intervall og/eller bevege seg kontrollert i en bestemt retning.
- Fast kurs, hvor sentralbanken holder valutaen helt festet til en ”ankervaluta”.

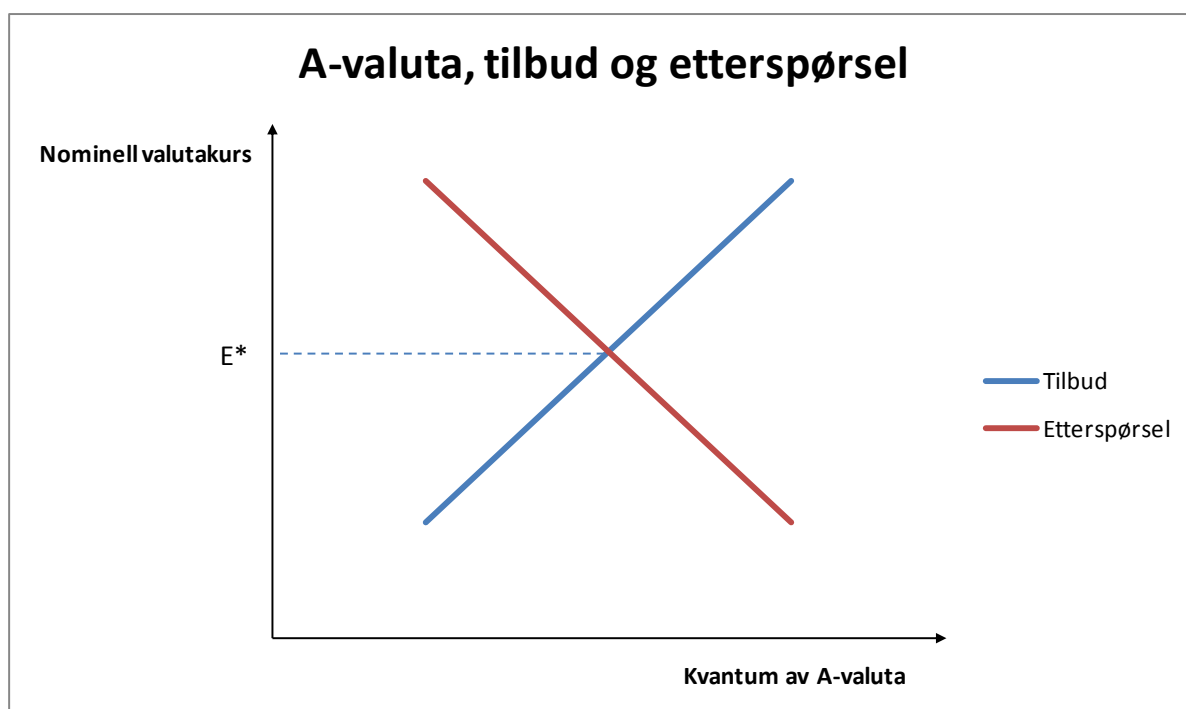
Tiwari (2003) påpeker at grensene ofte kan være utydelige mellom de ulike regimene, og flere, som Reinhart og Rogoff (2002) og Levy-Yeyati og Sturzenegger (2005) finner at lands de facto valutapolitikk ofte skiller seg fra den uttalte. Sistnevnte vektlegger at få, om noen, land har helt flytende valutakurs, og at regimer med en kontrollert flytende kurs er utbredt.

Et fritt valutamarked ser altså mest ut til å være en slags idealtilstand. Vi baserer like fullt diskusjonen vår av dannelsen av valutakurser på det frie markedet. Grunnen er denne: Myndigheters inngripen i valutamarkedet motarbeider den likevekt som markedsmekanismene drar mot, men endrer ikke markedsmekanismene i seg selv. For å forstå valutakurser, må man begynne med å se på de grunnleggende kreftene i markedet; deretter kan man introdusere den offentlige intervensjonen som ønsker å kontrollere og/eller endre effekten av disse kreftene. Det er dette vi vil gjøre i det følgende.



## 3.2 Valutakursmodellen

Dannelsen av en valutakurs kan, som blant andre Abel et. al (1998) og Stiglitz og Walsh (2006) viser, illustreres i et enkelt tilbuds- og etterspørselsdiagram, som vist i figur 3.1. Vi betrakter landene A og B, med hver sin valuta. Diagrammet er laget ut i fra land As perspektiv.



*Figur 3.1 Tilbud og etterspørsel i valutamarkedet. Valutakursen (prisen)  $E^*$  dannes i skjæringspunktet mellom tilbud og etterspørsel av valutaen.*

X-aksen angir mengde av land As valuta, og y-aksen angir den nominelle valutakursen<sup>9</sup> A/B – prisen på land As valuta – hvor mange enheter av land Bs valuta man må gi fra seg for én enhet av land As valuta.

Som figuren viser, er tilbuds- og etterspørselskurvene henholdsvis standard stigende og synkende. Når valutakursen (prisen) synker, blir det billigere for land B å kjøpe A-valuta, så etterspørselen øker. Når valutakursen øker, blir det billigere for land A å kjøpe B-valuta; dette øker tilbudet av land A-valuta ettersom land As økte etterspørsel etter og kjøp av B-

---

<sup>9</sup> Det er den nominelle kursen som er relevant for analysen vår, og som Stiglitz og Walsh (2006) skriver, er det som oftest slik at når den nominelle valutakursen endrer seg, endres realvalutakursen – nominell valutakurs justert for ulikheter i prisnivå mellom land – i samme retning.

---

valuta betales for med A-valuta. I denne tolandsmodellen er altså tilbud og etterspørsel av A-valuta et speilbilde av henholdsvis etterspørsel og tilbud av B-valuta (Stiglitz & Walsh, 2006).

Fundamentalvalutakursen, noen ganger også kalt markedsvalutakursen eller likevektsvalutakursen (Stiglitz & Walsh, 2006; Abel et al., 1998), er den kursen som gir tilbud lik etterspørsel, i figur 3.1 angitt ved  $E^*$ . Er valutakursen høyere enn  $E^*$ , er tilbudet for høyt i forhold til etterspørselen, og kursen vil synke. Er valutakursen lavere enn  $E^*$ , er tilbudet for lavt i forhold til etterspørselen, og kursen vil stige.

Bak en slik enkel modell ligger det imidlertid svært komplekse mekanismer; bildet kompliseres betydelig når man skal se bak kurvene og analysere hva som driver tilbudet og etterspørselen i markedet, og dermed prisen. Valutakurser endrer seg fortløpende i markedet etter hvert som tilbud og etterspørsel endrer seg.

Årsakene til slike endringer finner man i oppførselen til aktørene i valutamarkedet og interessene deres. Grovt sett kan man dele markedsaktørene inn i fire grupper (The Federal Reserve Bank of New York, 2010):

- Banker og andre finansinstitusjoner handler valuta på vegne av seg selv og kunder. Mesteparten av den globale valutahandelen skjer bankene seg imellom, i det såkalte interbankmarkedet.
- Meglere fungerer gjerne som mellommenn for banker og finansinstitusjoner, og profiterer på kurtasje.
- Bedrifter kjøper valuta for å kunne investere i utlandet, betale utenlandske ansatte og leverandører.
- Sentralbanker opererer på vegne av lands myndigheter og handler valuta i forbindelse med investeringer eller for å påvirke landenes egen valutakurs.

Ettersom det er aktørenes oppførsel i markedet som determinerer endringer i valutakurser, må man se på hva som driver aktørene. Ifølge Abel et al. (1998) er det i hovedsak to drivere for tilbud og etterspørsel av et lands valuta: nettoeksport og netto utenlandske investeringer. Stiglitz og Walsh (2006) mener at det i tillegg til disse eksisterer en tredje, viktig driver som

---

er med på å determinere valutakursendringer, nemlig tilbud og etterspørsel av valuta basert på kortsiktig spekulasjon. Vi har dermed

$$\Delta E^* = \frac{\partial E^*}{\partial NX} \cdot \Delta NX + \frac{\partial E^*}{\partial NI} \cdot \Delta NI + \frac{\partial E^*}{\partial S} \cdot \Delta S, \quad (3.1)$$

hvor  $E^*$  er fundamentalvalutakurs,  $NX$  er nettoeksport,  $NI$  er netto utenlandske investeringer og  $S$  er nettoflyt av kortsiktig spekulasjonskapital.

Vi vil nå gjennomgå hver enkelt av disse driverne.

### 3.2.1 Effekt av nettoeksport

Vi har allerede vært inne på at handel mellom land nødvendiggjør kjøp og salg av valuta ettersom import i siste instans må betales for i det eksporterende landets valuta. Betrakt igjen landene A og B med hver sin valuta. Jo mer land A eksporterer av varer og tjenester til land B, jo høyere vil land Bs etterspørsel etter A-valuta være. Og jo mer land A importerer av varer og tjenester, jo høyere vil land As tilbud av A-valuta være. Det vil dermed være slik at land As nettoeksport – eksport minus import – vil være utslagsgivende for tilbudet og etterspørselen av A-valuta. Økt nettoeksport vil si at etterspørselen etter A-valuta øker relativt til tilbudet; dette presser valutakursen oppover:

$$\frac{\partial E^*}{\partial NX} > 0. \quad (3.2)$$

#### *Kinas nettoeksport*

Vi velger å fokusere på to drivere vi mener er egnet til å forklare en betydelig del av et lands nettoeksport. Den ene er samspillet mellom tilbud og etterspørsel i det globale markedet for landets varer og tjenester. Abel et al. (1998) diskuterer verdenssetterspørsel etter et lands varer og tjenester som en driver for nettoeksporten; vi mener imidlertid at også forhold på tilbudssiden er viktige. Den andre driveren er landets produksjons-/inntektsnivå gitt ved BNP per capita. Generelt har vi

$$\Delta NX = \frac{\partial NX}{\partial EX} \cdot \Delta EX + \frac{\partial NX}{\partial y} \cdot \Delta y, \quad (3.3)$$

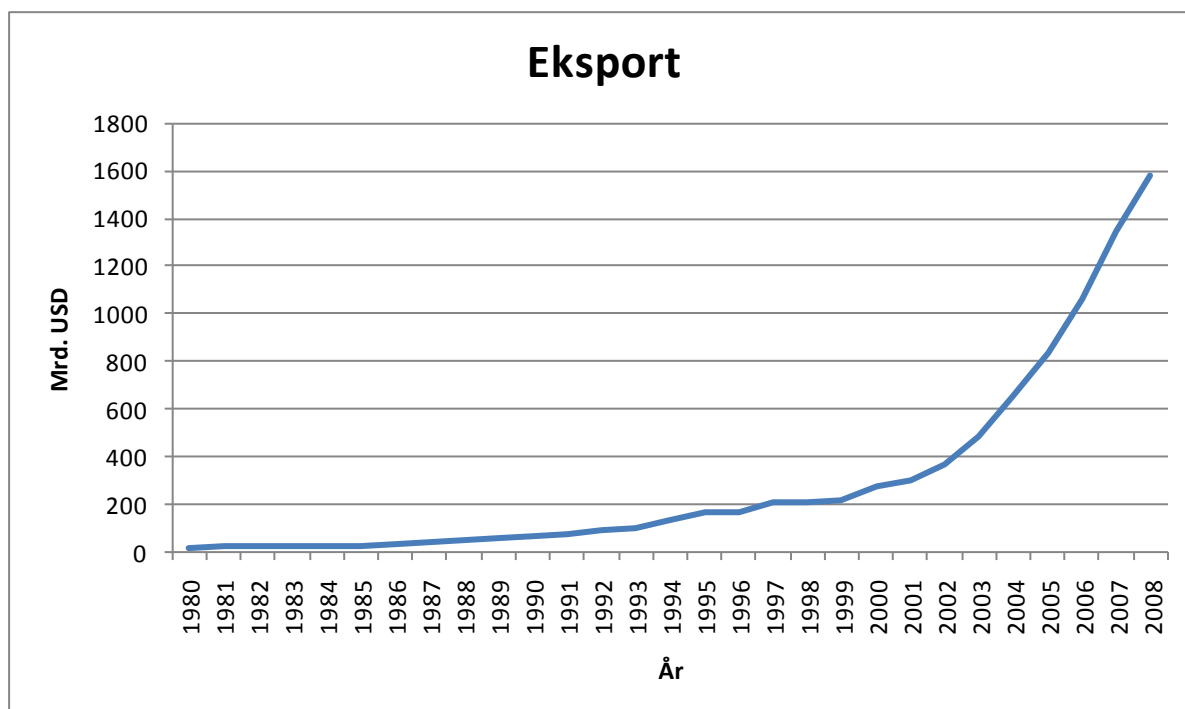
hvor EX er skjæringspunktet mellom tilbud og etterspørsel i det globale markedet for landets varer og tjenester, og  $y$  er landets produksjon/inntekt gitt ved BNP per capita.

### Tilbud og etterspørsel i vare-/tjenestemarkedet

Skjæringspunktet mellom tilbud og etterspørsel i det globale markedet for et lands varer og tjenester utgjør nivået på landets eksport. Dersom etterspørselen og/eller tilbudet øker, vil det oppstå en ny likevekt med høyere eksport – og, alt annet likt, høyere nettoeksport:

$$\frac{\partial NX}{\partial EX} > 0. \quad (3.4)$$

Som figur 3.2 viser, har Kina hatt en kraftig utvikling i eksporten sin i perioden 1980-2008, fra å være ubetydelig til å utgjøre nesten 1600 milliarder amerikanske dollar (USD).



Figur 3.2 Årlig kinesisk eksport av varer og tjenester, 1980-2008. (Kilde: World Bank, World Development Indicators [WDI], 2010)

Landets eksportutvikling skyldes helt spesielle forhold på tilbuds- og etterspørselssiden, som har interagert med hverandre; stikkordene er urbanisering, industrialisering, liberalisering og komparative fortrinn. Som Bjorvatn et al. (2006) og Chow (2002) skriver, var Kina frem til slutten av 70-tallet mer eller mindre skjermet fra verdenshandelen, med en politikk basert på nasjonal selvforsyning. Landet begynte så å åpne opp for internasjonal handel og inngikk

---

handelsavtaler med en rekke land. Siden den gang har den kinesiske økonomien blitt mer og mer liberalisert i sitt forhold til omverdenen, og som Chow (2002) påpeker, iverksatte kinesiske myndigheter tidlig på 80-tallet en rekke tiltak som skulle fremme landets eksport. Blant disse tiltakene var opprettelsen av selskaper spesifikt utformet for å eksportere mye, fordelaktige rammevilkår for eksportbedrifter, samt opprettelse av eksportsoner i kystprovinser som Guangdong og Fujian, hvor utenlandske investorer ble oppfordret til å starte fabrikker for foredling av varer til eksport.

Eksportnasjonen Kina er altså delvis et resultat av en bevisst politikk, et ønsket skift fra autarki til aktør i globaliseringen. Men politisk vilje kan ikke alene forklare utviklingen i kinesisk eksport; politikere kan bidra med gunstige rammevilkår, men i den globale verdenshandelen er det andre, sterkere krefter som er med på å bestemme et lands eksport. Som verdens mest folkerike land – en populasjon på i overkant av 1,3 milliarder i 2008 (World Bank WDI, 2010) – har Kina en enorm mengde tilgjengelig arbeidskraft. Som Bjorvatn et al. (2006) og Chow (2002) skriver, har dermed Kinas inntreden i verdensøkonomien ført til store globale endringer som er i tråd med nyklassisk handelsteori, slik formulert i Ricardo-teoremet om komparative fortrinn og Heckscher-Ohlin-teoremet om hvordan fordelingen av innsatsfaktorer mellom land bestemmer hvilke varer landene eksporterer og importerer. I helt korte trekk sier Ricardo-teoremet at et land eksporterer varer det kan produsere relativt billig sammenlignet med andre land, mens Heckscher-Ohlin-teoremet sier at et land eksporterer varer som produseres med intensiv bruk av innsatsfaktorer det finnes relativt mye av i landet sammenlignet med andre land (Chow, 2002).

Teoremene er tett knyttet til hverandre og har til felles det at de begge predikerer spesialisering, det vil si at ulike land fokuserer på produksjon av ulike varer, og ”bytter” varer med hverandre. Slik maksimeres velferden globalt. Det som har skjedd i tilfellet Kina, er at verdenshandelen har fått en ny aktør som sammenlignet med andre land er svært rik på innsatsfaktoren arbeidskraft. Kina har gjort nytte av denne arbeidskraften og spesialisert seg på produksjon av såkalte arbeidskraftintensive varer, det vil si varer som i produksjonsprosessen krever relativt mye arbeidskraft i forhold til kapital. Kina har på denne måten utkonkurrert arbeidskraftintensiv produksjon i vestlige land og blitt det Yang et al. (2009: 1) kaller ”the workshop of the world”. Verdens etterspørsel etter arbeidskraftintensive

---

varer (klær, industrivarer) har altså beveget seg mot Kina, eventuelt har Kina tatt på seg å dekke etterspørselen etter slike varer, dette er to sider av samme sak. Amiti og Freund (2008) finner at komposisjonen av kinesiske eksportvarer har gjennomgått store endringer de siste 15 årene, i retning av mer sofistikerte varer som forbrukerelektronikk og datamaskiner. De konkluderer med at Kina likevel fremdeles spesialisere seg på ufaglært arbeidskraftintensiv produksjon ettersom den kinesiske produksjonsprosessen i stor grad dreier seg om å sette sammen komponenter produsert andre steder i verden (et av globaliseringens kjennetegn er den internasjonale fragmenteringen av verdikjeden).

En slik omkalfatring av verdenshandelen skjer selvsagt ikke uten friksjoner. Flere av Kinas handelspartnere hadde lenge importrestriksjoner på kinesiske varer; disse ble imidlertid i stor grad opphevet da Kina ble medlem i WTO i 2001 (Dayal-Gulati & Rumbaugh 2005), noe som førte til forbedret markedstilgang for Kina. I sum har samspillet mellom tilbuds- og etterspørselsfaktorer, i form av globale handelsmekanismer og målrettet politikk, gjort Kina til verdens største eksportør (Atkins & Dyer, 2010). Vi kan slå fast at for Kina i perioden 1980-2008 har vi

$$\Delta EX_{Kina} > 0, \quad (3.5)$$

som sammen med (3.4) gir

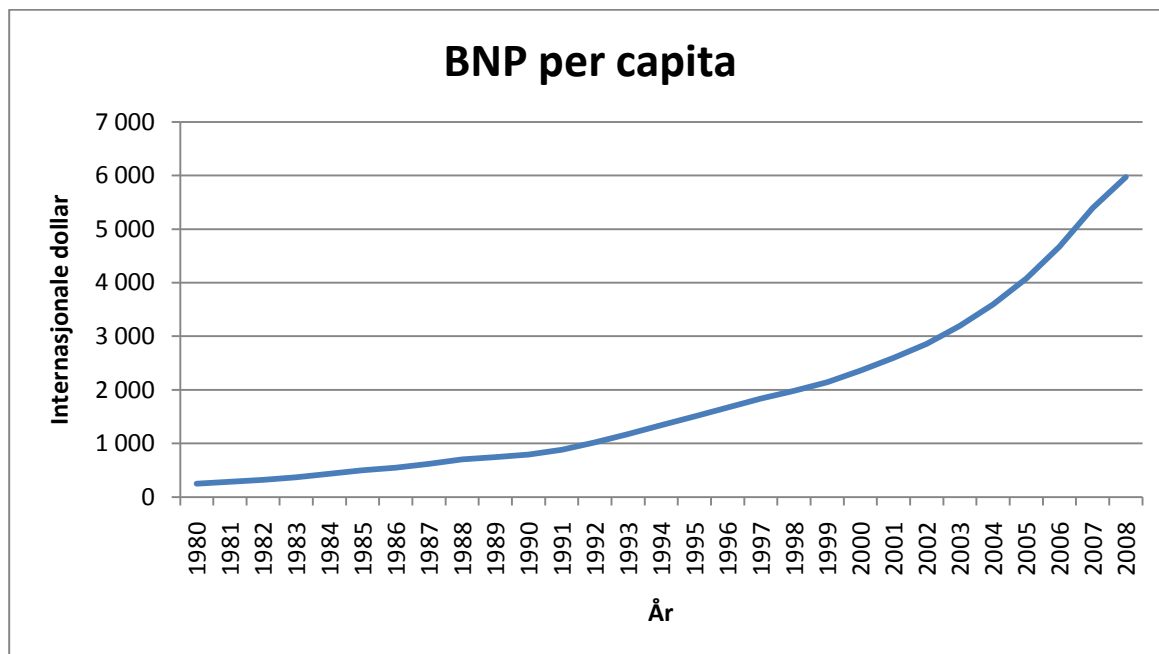
$$\frac{\partial NX_{Kina}}{\partial EX_{Kina}} \cdot \Delta EX_{Kina} > 0. \quad (3.6)$$

### **Produksjon/inntekt**

Ifølge standard konsumentteori er konsum en funksjon av blant annet inntekt. Som Abel et al. (1998) påpeker, er det da slik at når et lands inntekt øker, vil landet konsumere mer av alle varer og tjenester, inkludert import. Etter hvert som produksjonen øker, vil også forbruket av råvarer og materialer, noen av dem importerte, øke. Økt import vil alt annet likt redusere nettoeksporten. Vi velger å fokusere på BNP per capita ettersom dette gir et bedre bilde av et lands produksjon/inntekt enn aggregert BNP. Vi har

$$\frac{\partial NX}{\partial y} < 0. \quad (3.7)$$

Som vi ser av figur 3.3, har Kina opplevd en voldsom velstandsøkning de siste tiårene. BNP per capita har økt fra 250 dollar i 1980, til i underkant av 6000 dollar i 2008, en økning på nesten 2300 prosent.



Figur 3.3 Kinesisk BNP per capita (PPP) 1980-2008. (Kilde: World Bank WDI, 2010)

Et lands økning i produksjon/inntekt kan analyseres ved bruk av et såkalt vekstregnskap. Abel et al. (1998) skriver at et lands produksjon/inntekt er et samspill mellom innsatsfaktorene kapital og arbeidskraft, og måten man omformer disse til ferdige produkter. Økning i produksjon/inntekt blir da gitt ved økning i innsatsfaktorer og/eller teknologi/produktivitet.

Kina har opplevd en økning i både innsatsfaktorer og teknologi/produktivitet. Vi har tidligere nevnt Kinas store mengde arbeidskraft. Bjorvatn et al. (2006) vektlegger urbaniseringen i Kina som en viktig driver for landet økonomiske vekst. De beskriver Kina som en "dualøkonomi", hvor man på den ene siden har det tradisjonelle jordbruket, som har lav produktivitet – og på den andre siden industrien, hvor produktiviteten er høy. Nøkkelen til den kinesiske velstandsveksten er urbaniserings- og industrialiseringsprosessen; de store byene langs kysten, hvor industrien er lokalisert, absorberer store mengder "overskuddsarbeidskraft" fra rurale strøk. På denne måten flyttes arbeidskraft til den næringen hvor avkastningen av arbeidskraften er høyest. Som Chow (2002) skriver, var

---

denne forflyttingen av arbeidskraft et av målene med opprettelsen av de tidligere omtalte eksportsonene langs kysten.

Den store mengden tilgjengelig arbeidskraft gir lave lønnskostnader og høy lønnsomhet, noe som gir grunnlag for økt sparing og investering og dermed økt kapitalbeholdning. I tillegg kommer økningen i utenlandske investeringer i Kina, noe vi kommer tilbake til i del 3.2.2. Utenlandske direkteinvesteringer er ofte forbundet med teknologi- og kompetanseoverføring (Chow, 2002). Chow (2002) skriver også at målet med opprettelsen av eksportsoner langs kysten – i tillegg til å absorbere arbeidskraft fra rurale strøk – nettopp var å tiltrekke og gjøre nytte av vestlig teknologi og kompetanse. Bjorvatn et al. (2006) refererer til et kinesisk vekstregnskap utarbeidet av Rodrik og Subramanian (2004), som finner at 60 prosent av Kinas økonomiske vekst skyldes forbedringer i teknologi/produktivitet.

I sum ser altså Kinas økning i BNP til å være et resultat av økning i både kapitalbeholdning, tilgjengelig arbeidskraft og produktivitet. Vekstregnskap tar imidlertid for seg vekst i total BNP, og vi er som allerede nevnt mer opptatt av BNP per capita. Vekst i kapitalbeholdning og produktivitet har positiv effekt også på produksjon/inntekt per capita, men rent teoretisk skulle man kanskje tro at økt mengde arbeidskraft ikke hadde noen positiv effekt ettersom økt arbeidsstyrke gjerne er forbundet med økt befolkningsmengde – samtidig som BNP vokser, blir det flere å fordele det på. Men i Kinas tilfelle er det snakk om en økning i arbeidsstyrken som er uavhengig av – og høyere enn – befolkningsveksten. Grunnen er den urbaniseringen og industrialiseringen vi har beskrevet ovenfor. Kinesisk industri har ikke fått flere arbeidere fordi det fødes flere kinesere, men fordi millioner av mennesker har reist til byene langs kysten for å jobbe i høyproduktiv industri. Bjorvatn et al. (2006) vektlegger et annet viktig aspekt, nemlig endringen i alderssammensetningen i den kinesiske befolkningen. Fertilitetsratene i Kina har falt betydelig fra 70-tallet, blant annet på grunn av landets ettbarnspolitik. Dette har bidratt til at andelen av befolkningen som er i arbeidsfør alder (15-64) har steget. Dette har gitt en positiv effekt på BNP per capita, det Bjorvatn et al. (2006) kaller en demografisk bonus.

Vi har for Kina i perioden 1980-2008

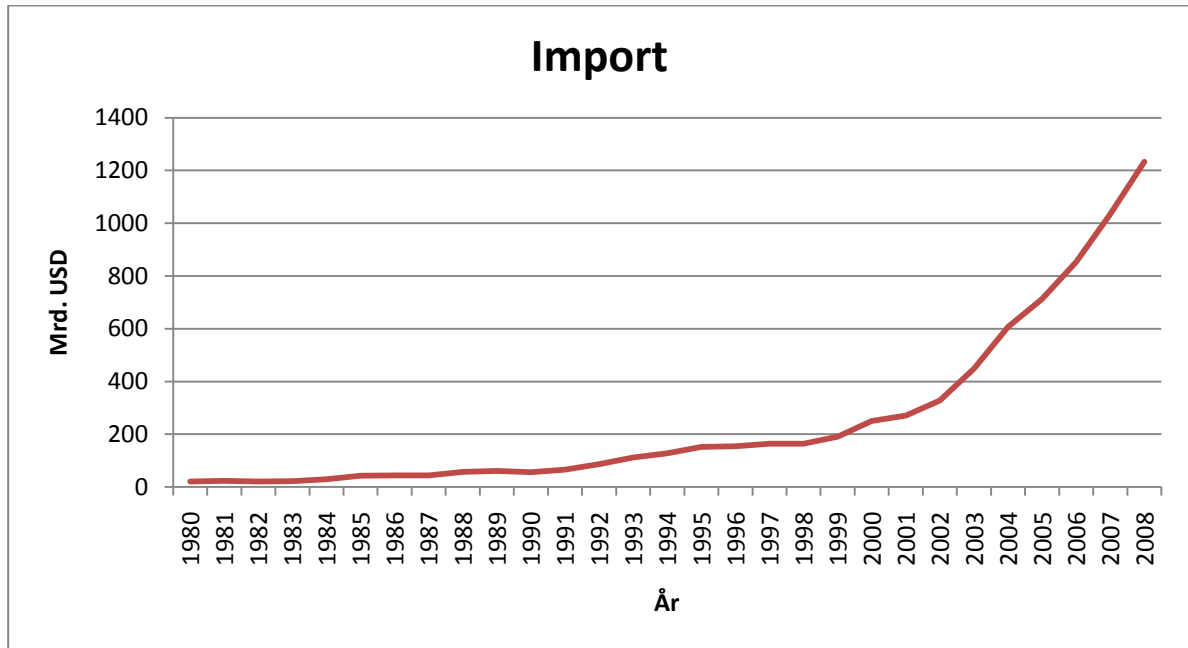
$$\Delta y_{Kina} > 0, \quad (3.8)$$



som sammen med (3.7) gir

$$\frac{\partial NX_{Kina}}{\partial y_{Kina}} \cdot \Delta y_{Kina} < 0. \quad (3.9)$$

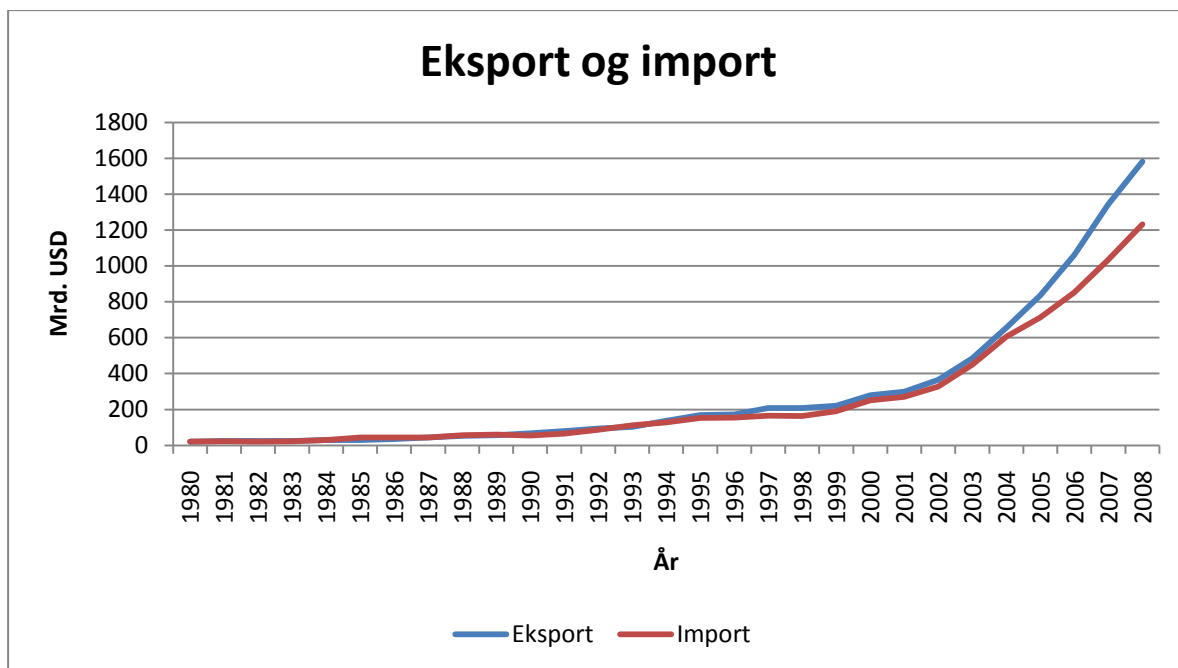
Som vi ser av figur 3.4, har Kina økt importen sin kraftig i perioden 1980-2008.



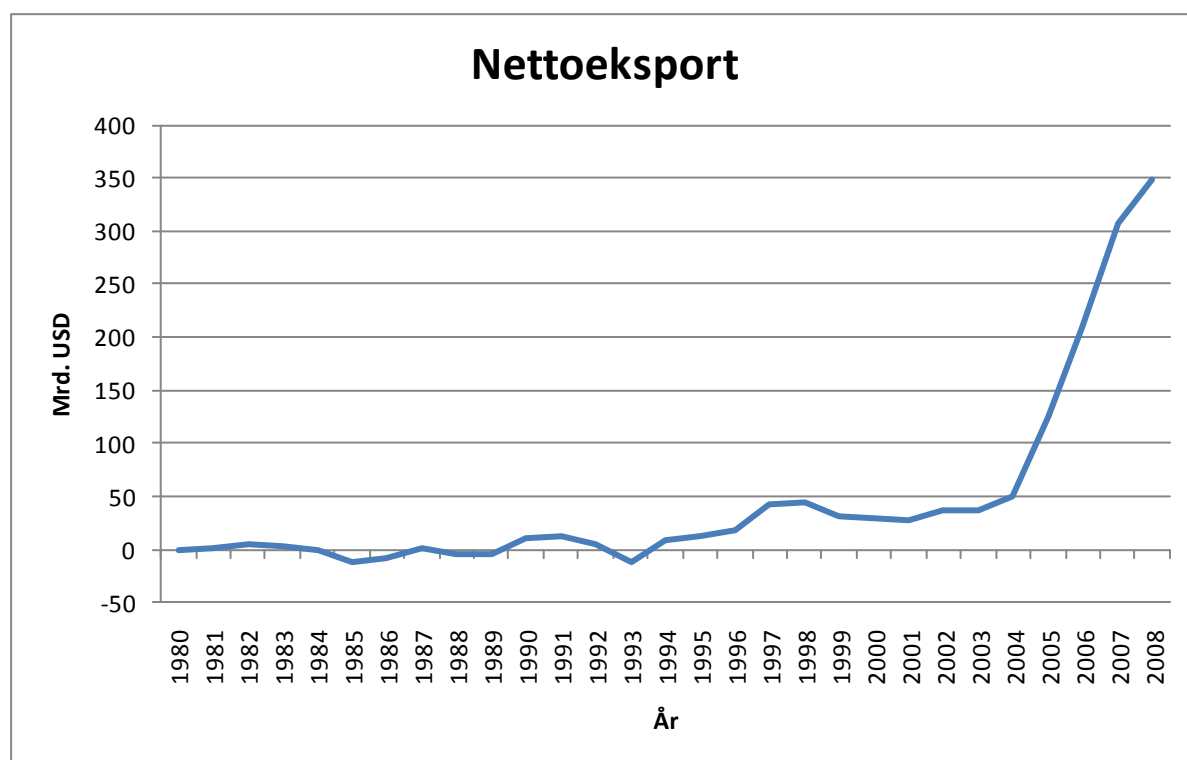
Figur 3.4 Årlig kinesisk import av varer og tjenester, 1980-2008. (Kilde: World Bank WDI, 2010)

### Konklusjon nettoeksport

Både eksporten og importen har økt kraftig for Kina i perioden 1980-2008. Figur 3.5 viser imidlertid at eksporten for det meste har ligget høyere enn importen; det later til at de eksportfremmende faktorene har hatt større effekt enn de importfremmende. Dette kan være på grunn av kinesernes høye sparing eller at landet har hatt en del restriksjoner på import, som Chow (2002) skriver. Nettoeksporten har dermed økt kraftig de siste tiårene, som figur 3.6 viser.



Figur 3.5 Årlig kinesisk eksport og import av varer og tjenester, 1980-2008.  
(Kilde: World Bank WDI, 2010)



Figur 3.6 Årlig kinesisk nettoeksport av varer og tjenester, 1980-2008.  
(Kilde: World Bank WDI, 2010)

---

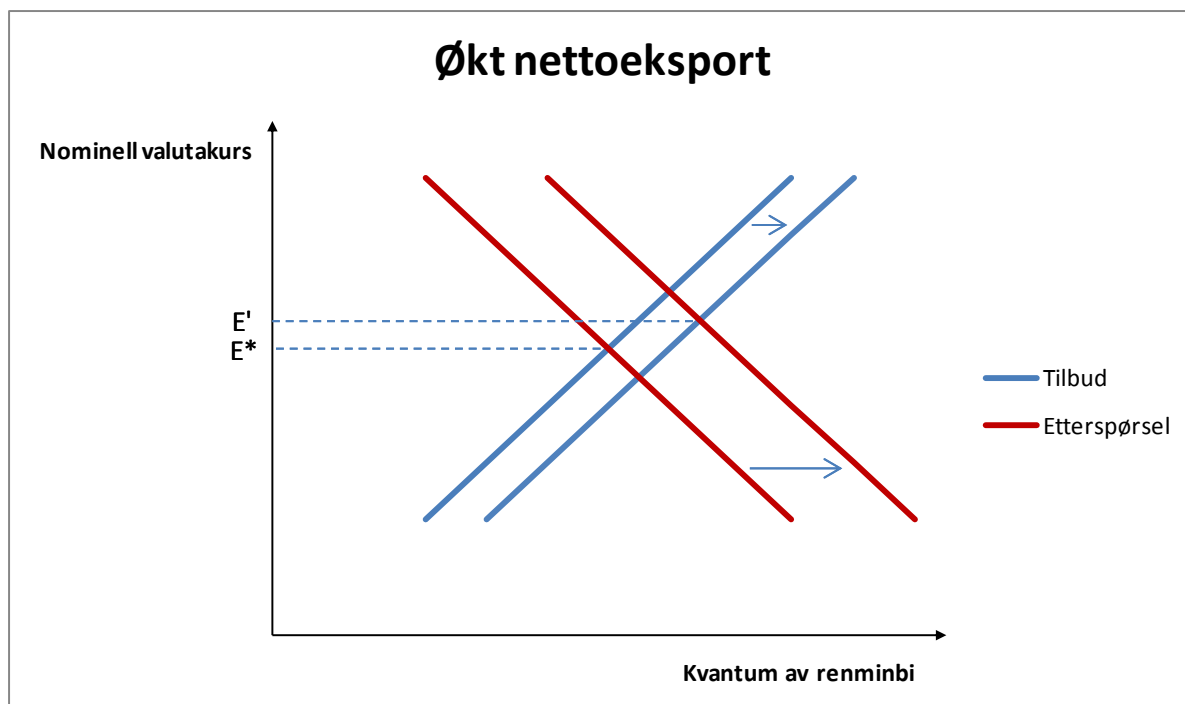
Vi har altså for Kina i perioden 1980-2008

$$\left| \frac{\partial NX_{Kina}}{\partial EX_{Kina}} \cdot \Delta EX_{Kina} \right| > \left| \frac{\partial NX_{Kina}}{\partial y_{Kina}} \cdot \Delta y_{Kina} \right| \Rightarrow \Delta NX_{Kina} > 0, \quad (3.10)$$

som sammen med (3.2) gir

$$\frac{\partial E_{Kina}^*}{\partial NX_{Kina}} \cdot \Delta NX_{Kina} > 0. \quad (3.11)$$

Figur 3.7 viser effektene av Kinas utvikling i nettoeksporten på landets valutakurs. Modellen er den samme som i figur 3.1, men nå er landene A og B byttet ut med henholdsvis Kina og USA. X-aksen angir kvantum av renminbi (RMB), mens y-aksen angir hvor mange enheter USD man må betale per enhet RMB; dette er valutakursen RMB/USD. Vi ser at økt eksport og økt import skifter både etterspørselen og tilbudet av RMB til høyre. Men eksporten har økt mer enn importen – og etterspørselen etter RMB mer enn tilbudet – så i sum appresierer valutakursen til E’.



Figur 3.7 Effekt av økt nettoeksport på valutakursen. Både etterspørsel og tilbud av RMB skifter til høyre, men skiftet i etterspørselen er større. Det oppstår en ny, høyere valutakurs.

### 3.2.2 Effekt av netto utenlandske investeringer

Også investeringer i utlandet, enten i realaktiva eller finansielle aktiva, krever utenlandsk valuta. I dagens globaliserte økonomi er kapital svært mobil mellom land, og investorer plasserer pengene sine der hvor de kan oppnå ønsket forhold mellom risiko og avkastning. Kapitalplasseringer kan endres hurtig, med store konsekvenser for valutakurser. I vår tolandsmodell vil det generelt være slik at jo mer attraktivt det er å investere i land A, jo høyere vil etterspørselen etter A-valuta være. Og jo mer attraktivt det er å investere i land B, jo høyere vil tilbudet av A-valuta være. Det vil dermed være slik at land As netto utenlandske investeringer – inngående minus utgående – vil være utslagsgivende for tilbudet og etterspørselen av A-valuta. Økte netto utenlandske investeringer vil si at etterspørselen etter A-valuta øker relativt til tilbudet; dette presser valutakursen oppover. Generelt:

$$\frac{\partial E^*}{\partial NI} > 0. \quad (3.12)$$

---

### *Kinas netto utenlandske investeringer*

Vi velger å fokusere på fire drivere for å forklare utviklingen i et lands netto utenlandske investeringer: rentedifferanse, økonomisk vekst, forskjeller i innsatsfaktorpriser og politiske/institusjonelle forhold. Vi har

$$\Delta NI = F(r_D, f_D) + \frac{\partial NI}{\partial y} \cdot \Delta y + \frac{\partial NI}{\partial \rho} \cdot \Delta \rho, \quad (3.13)$$

hvor  $r_D = r_H - r_U$  er rentedifferanse mellom hjemlandet og utlandet,  $f_D = f_H - f_U$  er faktorprisnivådifferanse mellom hjemlandet og utlandet, og  $\rho$  er kvalitet på politiske/institusjonelle forhold.

#### **Rentedifferanse**

Rentenivået i et land er en viktig indikator på hvor høy avkastning man kan forvente å få på investeringene i dette landet. Jo høyere rentenivå, jo høyere avkastning kan man regne med, og det blir mer attraktivt å investere. Her må vi riktignok påpeke at den kjente teorien om renteparitet sier at eventuelle ulikheter i rentenivå mellom land skal motveies av endringer i valutakurs. Ifølge renteparitetsteorien vil det være slik at et høyere rentenivå i land A enn i land B ikke vil lokke investorer ettersom A-valutaen vil svekke seg mot B-valutaen. Slik forblir investorer indifferente med hensyn til hvor de plasserer pengene. Den empiriske holdbarheten av renteparitet er imidlertid ikke veldig solid; som Lothian og Wu (2005) påpeker, har man sett så mange eksempler på høyt rentenivå korrelert med styrket valuta, at dette har blitt et velkjent ”puzzle” som en mengde forskere har forsøkt å forklare. For vår del nøyer vi oss med å erkjenne at en positiv rentedifferanse i den virkelige verden ser ut til å lede til økte investeringer. Dette er i tråd med Abel et al. (1998) og Stiglitz og Walsh (2006).

Det er imidlertid en del risiko knyttet til investeringer i andre valutaer enn ens egen. Valutaer svinger i verdi, og dette øker volatiliteten på avkastninger i fremmed valuta. Dette er en av grunnene til at kapital ikke er perfekt mobil og ikke alltid allokteres der rentenivået er høyest. En renteøkning i et land vil dermed kunne tiltrekke seg mer kapital, men mengden kapital som tiltrekkes avhenger av kapitalmobiliteten, som igjen avhenger av blant annet valutarisiko (ufordelaktige valutakursendringer), samt institusjonelle forhold, noe vi kommer tilbake til. Når en investor velger å plassere kapital i hjemlandet selv om renten er høyere i

---

utlandet, er dette sannsynligvis fordi den totale risikoen relatert til å investere i utlandet ikke kompenseres av renteforskjellen.

Det er også verdt å påpeke at en rentedifferanse slår ulikt ut på ulike typer investeringer. Studier av blant andre De Vita og Kyaw (2008) viser at for porteføljeinvesteringer synes sammenhengen mellom rentenivå og investeringer å være ganske tydelig positiv, mens sammenhengen er mer tvetydig for direkteinvesteringer (FDI). Dette skyldes blant annet at prosjekter som startes i mottakerlandet vil kunne være avhengig av lokal bankfinansiering som dermed blir dyrere med høyere rentenivå.

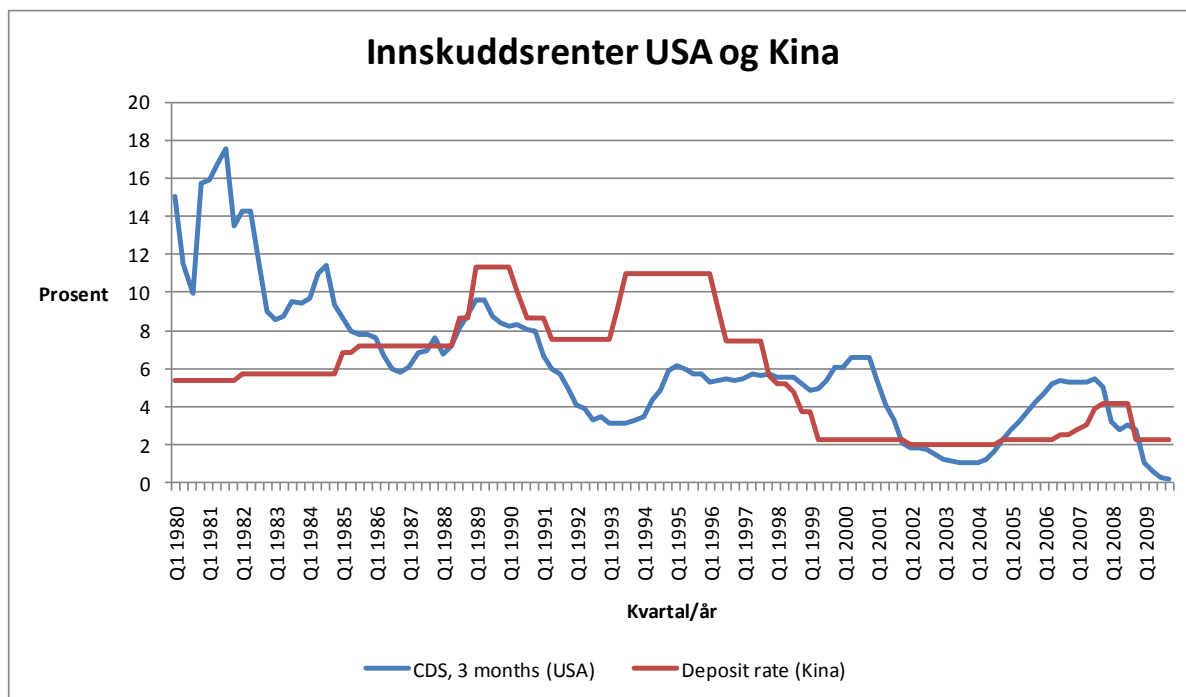
En positiv (negativ) rentedifferanse mellom land A og land B øker (reduserer) altså netto utenlandske investeringer gjennom å gjøre porteføljeinvesteringer mer (mindre) attraktive. I (3.13) vil  $F(r_D)$  være slik at (alt annet likt)

$$r_D > 0 \Rightarrow \Delta NI > 0, \quad (3.14)$$

$$r_D = 0 \Rightarrow \Delta NI = 0,$$

$$r_D < 0 \Rightarrow \Delta NI < 0.$$

Figur 3.8 viser amerikanske og kinesiske (tilnærmet) risikofrie innskuddsrenter, som mer eller mindre angir gulvet for kapitalavkastning i de to landene.



Figur 3.8 Innskuddsrenter i Kina og USA, 1980-2008. 3-måneders CD – certificate of deposit (USA) er renter på forsikrede innskudd hos amerikanske banker og finansinstitusjoner. Innskuddsrente (Kina) er rente på innskudd i den kinesiske sentralbanken. (Kilde: IMF International Financial Statistics, 2010)

Vi ser at kinesiske og amerikanske renter har vekslet på å ligge høyest. Det gjør det vanskelig å konkludere angående rentedifferanse og utenlandske investeringer. Det finnes ikke grunnlag for å si at rentedifferanse de siste tiårene totalt sett har hatt en klar effekt i den ene eller andre retningen. Vi har (alt annet likt) for Kina i perioden 1980-2008

$$r_{D,Kina} \gtrless 0 \Rightarrow \Delta NI_{Kina} \gtrless 0. \quad (3.15)$$

### Økonomisk vekst

Investorer tiltrekkes også av økonomisk vekst. Som Johnson (2008) skriver, er vanlig investortankegang at vedvarende høy økonomisk vekst skaper høy avkastning i finansmarkedene. Denne tankegangen har gjort seg kanskje spesielt gjeldende i forhold til fremvoksende økonomier; såkalte emerging market funds har vært svært populære de siste årene. I 2007 investerte amerikanske investorer alene 40 milliarder USD i slike fond (Johnson, 2008). Hvorvidt det faktisk eksisterer en klar sammenheng mellom økonomisk

---

vekst og verdipapiravkastning, er noe usikkert; snittavkastningen til britiske emerging market funds har vært veldig høy de siste årene (i det minste før finanskrisen), men enkelte studier, eksempelvis en gjennomført av Dimson et al. ved London Business School, har vist at korrelasjonen mellom vekst og avkastning er ikke-eksisterende (Johnson, 2008). Innenfor vårt rammeverk spiller det imidlertid ingen rolle hvorvidt det faktisk eksisterer et årsaksforhold; poenget er at investorer er overbevist om at et årsaksforhold finnes – i hvert fall opptrer de slik. Økonomisk vekst i land A vil dermed gjøre landet mer attraktivt for investorer, og etterspørselen etter A-valuta øker.

Økonomisk vekst tiltrekker ikke bare finansielle porteføljeinvestorer, men også FDI, det vil si investeringer hvor utlendinger investerer i realkapital gjennom for eksempel å kjøpe eller opprette fabrikker i mottakerlandet. Forholdet mellom FDI og økonomisk vekst har blitt forsket grundig på, men som oftest med fokus på hvorvidt FDI skaper økonomisk vekst i vertslandet – altså ikke på hvorvidt økonomisk vekst tiltrekker FDI. Som Lim (2001) skriver, ser empiriske studier til å støtte opp om en positiv korrelasjon mellom FDI og vekst. Enkelte, som Tsai (1994) hevder at det eksisterer et toveis årsaksforhold, det vil si at økonomisk vekst tiltrekker FDI, som igjen skaper økonomisk vekst. Vårt fokus er som nevnt på økonomisk vekst som driver for FDI, og vi støtter oss her på Lim (2001), som i sin gjennomgang av empiriske studier av drivere for FDI finner at markedsstørrelse har en robust positiv effekt. Såkalt horisontal FDI dreier seg om å etablere seg i utlandet for å tilfredsstille lokal markedsetterspørsel. I vår tolandsmodell kan det under visse omstendigheter være mer lønnsomt for selskaper i land B å selge varene sine til innbyggerne i land A ved å etablere seg i landet i stedet for å eksportere. Jo større markedet i land A er, jo mer lønnsomt vil det være på grunn av skalafordeler (Lim, 2001). Det er rimelig å anta at økonomisk vekst skaper større markeder og dermed på en indirekte måte virker tiltrekkende på FDI.

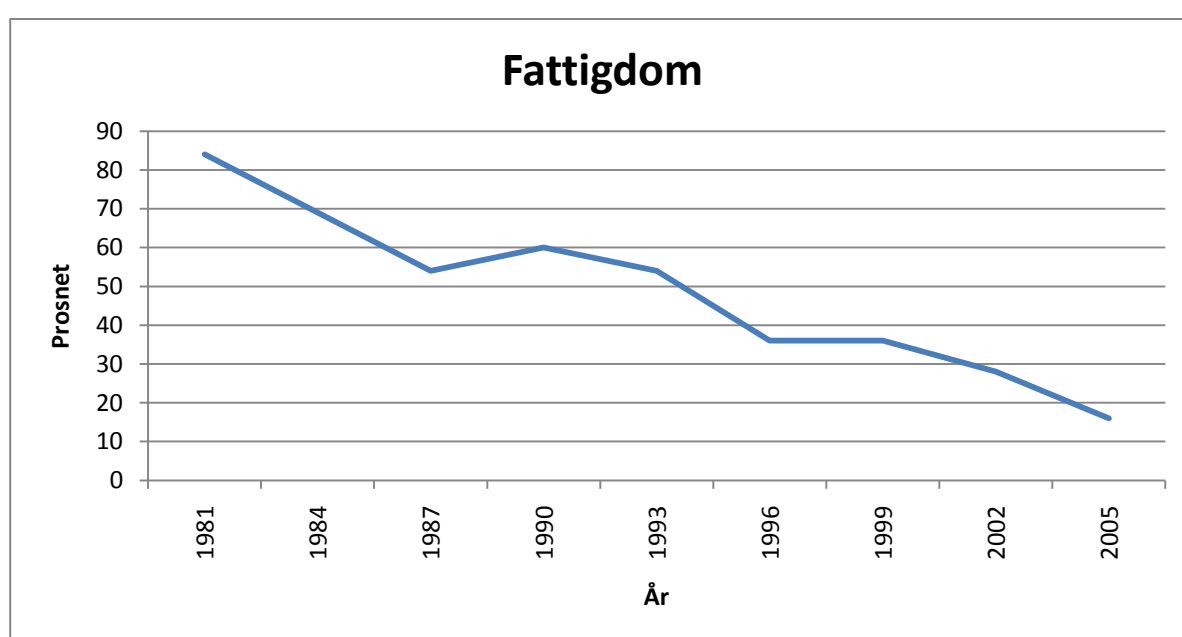
Vi har generelt

$$\frac{\partial NI}{\partial y} > 0. \quad (3.16)$$

Vi har allerede drøftet Kinas kraftige økonomiske vekst, og som Dayal-Gulati og Lee (2005) skriver, gjør den kinesiske velstandsøkningen landet til verdens største potensielle marked



for konsumgoder. Det kan også se ut som det potensielle markedet er i ferd med å realisere seg. Figur 3.9 viser at det har skjedd en kraftig reduksjon i antall kinesere som lever på under 1,25 dollar dagen, Verdensbankens definisjon på absolutt, ekstrem fattigdom. Dette er gode nyheter for internasjonale selskaper som ønsker å etablere seg i Kina for å selge produktene sine der, ettersom det først er når mennesker løftes ut av absolutt fattigdom at de blir det man definerer som konsumenter. Mennesker som lever i absolutt fattigdom, mangler tilfredsstillende dekning av basale behov som mat, klær og bosted (Husby, 2009), og er således ikke i stand til å kjøpe ting på den måten som konsum i økonomisk forstand innebærer.



Figur 3.9 Fattigdom i Kina, 1981-2005. Prosentandel av den kinesiske befolkning som lever på under 1,25 dollar (PPP) dagen. (Kilde: World Bank WDI, 2010)

Vi har, jamfør (3.8) og (3.16), for Kina i perioden 1980-2008

$$\frac{\partial NI_{Kina}}{\partial y_{Kina}} \cdot \Delta y_{Kina} > 0. \quad (3.17)$$

### Forskjell i innsatsfaktorpriser

I motsetning til horisontal FDI som beskrevet ovenfor, dreier vertikal FDI seg om å flytte deler av verdikjeden til andre land med lavere innsatsfaktorkostnader for å øke lønnsomheten. Dersom land A har betydelige forekomster av for eksempel råvarer eller

---

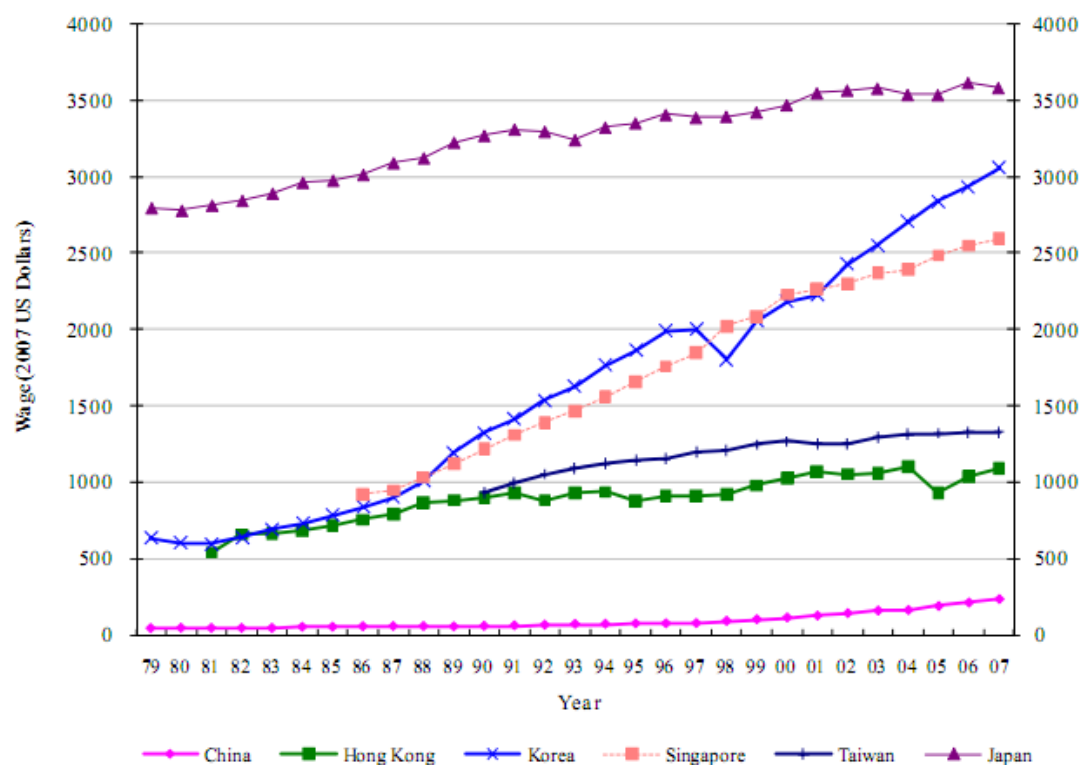
billig arbeidskraft, kan det være lønnsomt for selskaper i land B å flytte produksjonen til land A. Lims (2001) metastudie finner eksempelvis generelt positiv effekt av relativt lave lønninger på FDI. En negativ (positiv) faktorprisdifferanse mellom land A og land B øker (reduserer) altså netto utenlandske investeringer gjennom å gjøre FDI mer (mindre) attraktivt. Generelt vil  $F(f_D)$  i (3.13) være slik at (alt annet likt)

$$f_D < 0 \Rightarrow \Delta NI > 0, \quad (3.18)$$

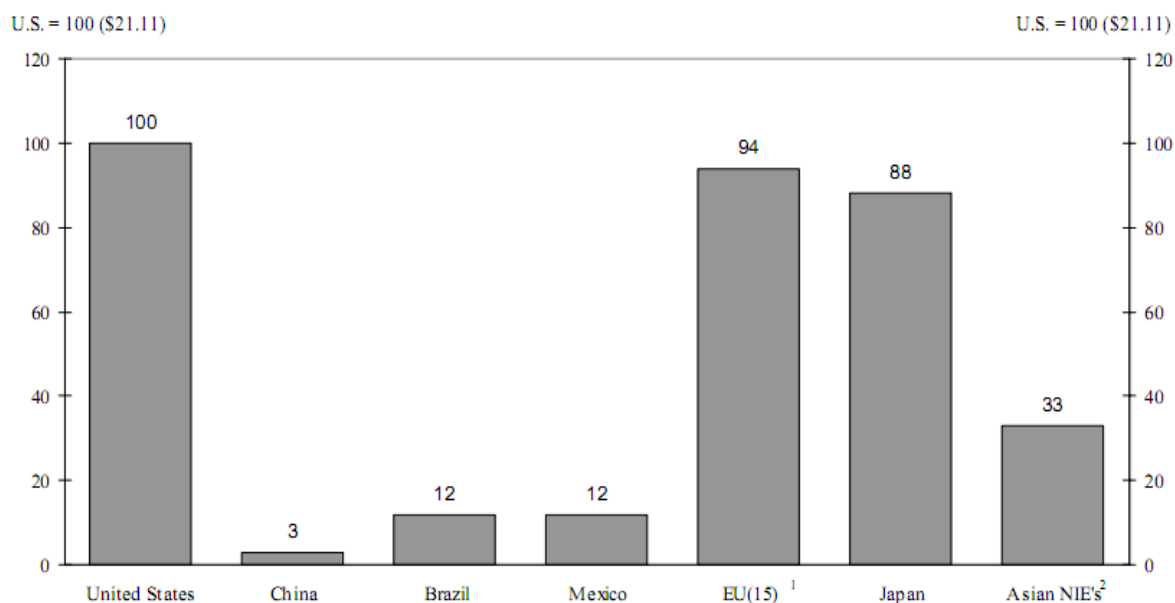
$$f_D = 0 \Rightarrow \Delta NI = 0,$$

$$f_D > 0 \Rightarrow \Delta NI < 0.$$

På bakgrunn av drøfting tidligere i oppgaven vet vi at arbeidskraft er den desidert viktigste innsatsfaktoren i kinesisk produksjon. Vi har beskrevet den storstilte urbaniseringen og absorberingen av overskuddsarbeidskraft fra jordbruket inn i industrien. Dette store tilbudet av arbeidskraft gjør at Kina har et lavt lønnsnivå, noe som gir grunnlag for høy lønnsomhet for selskaper etablert i Kina. Figur 3.10 viser utviklingen i lønnsnivået i Kina sammenlignet med andre industrialiserte land i Asia, mens figur 3.11 viser lønnsnivået i Kina sammenlignet med USA, EU og en rekke andre industrialiserte land.



Figur 3.10 Månedlig industrilønn i Kina og andre industrialiserte asiatiske land, 1979-2007. Gitt i USD. (Kilde: Yang et al., 2009)



Figur 3.11 Indeksert gjennomsnittlig industritidslønn i 2002. USA = 100. (Kilde: Banister, 2005)

Det ene vi merker oss, er at Kina ligger på et betydelig lavere lønnsnivå enn USA og andre land. Vi ser også at lønnsnivået i Kina har steget en del de siste tiårene. Dette er i tråd med

det såkalte faktorprisutjevningsteoremet: Den globale arbeidsdelingen beskrevet tidligere, hvor Kina har spesialisert seg på arbeidskraftintensiv produksjon, fører til økt knapphet på arbeidskraft i Kina, noe som presser lønningene oppover. Etter hvert vil lønnsnivået i Kina nærme seg andre lands nivå (Bjorvatn et al., 2006). Som vi ser, er det imidlertid langt igjen før en slik utjevning er et faktum; Kina har fremdeles et stort konkurransefortrinn lønnsmessig, noe som virker tiltrekkende på FDI. Vi har for Kina (alt annet likt) de siste tiårene

$$f_{D,Kina} < 0 \Rightarrow \Delta NI_{Kina} > 0. \quad (3.19)$$

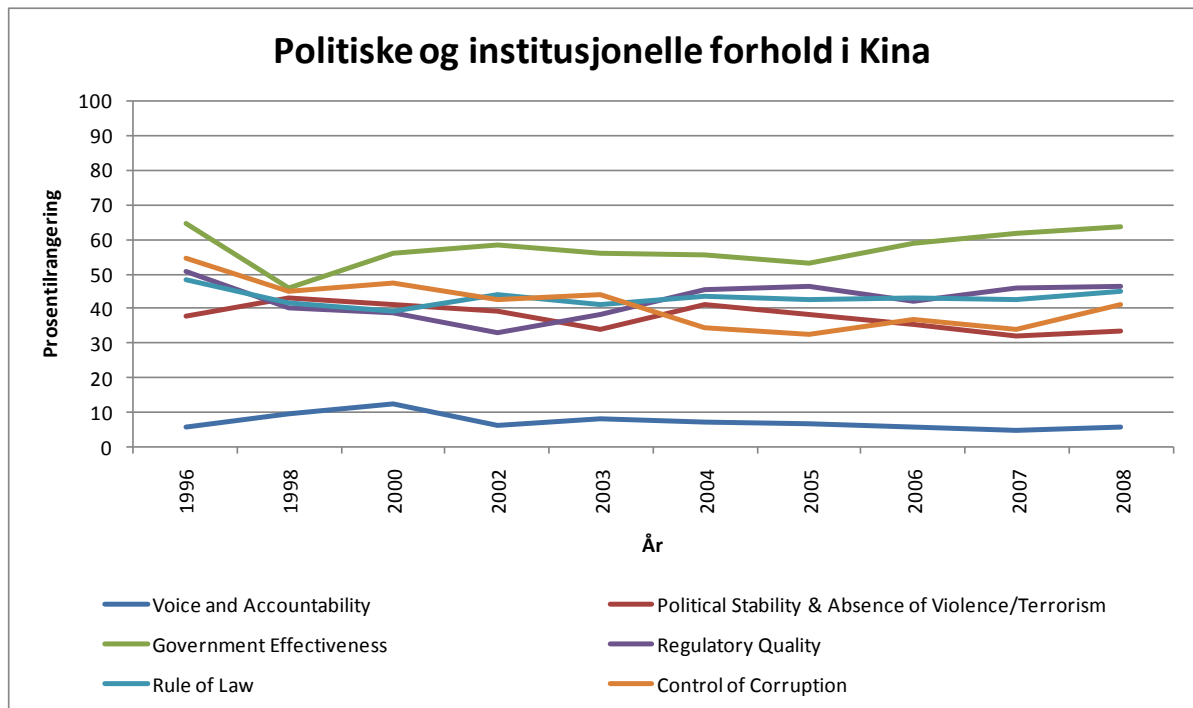
### Politiske/institusjonelle forhold

Denne driveren skiller seg fra de foregående av to grunner: For det første relaterer den seg i stor grad til risikoaspektet av investeringer, mens de foregående har relatert seg mer til avkastningsaspektet. Investorer er svært opptatt av begge deler. For det andre er denne driveren i realiteten en stor samlesekk av faktorer. Med politiske/institusjonelle vilkår mener vi blant annet politisk stabilitet, økonomisk politikk, juridiske faktorer, skattesystem, kvaliteten på finansmarkeder, infrastruktur og sosiokulturelle forhold. Lim (2001) finner for eksempel at kvalitet på infrastruktur og politisk/økonomisk stabilitet er viktig for FDI. Ifølge S. L. Blanton og R. G. Blanton (2007) har også respekt for menneskerettighetene en effekt. OECD vektlegger også faktorer som forutsigbare og liberale rammevilkår, stabilitet i makroøkonomien, velutviklet rettsstat, fri handel og hensiktsmessige skatteregler (OECD, 2003). Generelt vil det være slik at jo tryggere investorer i land B føler seg på at kapitalplasseringer i land A ikke blir gjenstand for uforutsette forstyrrelser, politiske eller økonomiske, jo mer vil de ønske å investere i land A, og jo høyere blir etterspørselen etter A-valuta. Generelt har vi

$$\frac{\partial NI}{\partial \rho} > 0. \quad (3.20)$$

Figur 3.12 viser utvikling i en rekke politiske og institusjonelle faktorer i Kina. Verdensbankens "Worldwide Governance Indicators 1996-2008" er basert på innbyggere, selskaper og eksperters oppfatning av kvaliteten på de ulike delene av et lands styresett. Skalaen viser hvor høyt landet skårer relativt til de andre 212 landene som er med i undersøkelsen, hvor verdien 100 prosent svarer til det beste landet i undersøkelsen, mens

verdien 0 tilsvarer det dårligste landet. Verdien 50 prosent kan dermed regnes som gjennomsnittlig på verdensbasis (World Bank Worldwide Governance Indicators [WGI], 2009).



Figur 3.12 Politiske og institusjonelle forhold i Kina, 1996-2008. (Kilde: World Bank WGI, 2009)

”Voice and accountability” måler hvorvidt landets innbyggere selv kan velge sin egen regjering (graden av demokrati), samt ytringsfrihet, foreningsfrihet og pressefrihet. Her skårer diktaturet Kina naturligvis svært lavt, og utviklingen er heller ikke positiv. ”Political Stability & Absence of Violence/Terrorism” måler oppfattet sannsynlighet for at regjeringen vil bli destabilisert eller styrtet av fiendtlige krefter, og inkluderer frykt for politisk vold og terrorisme. Til tross for at det diktatoriske styresettet anses som stabilt, scorer Kina lavt også her, og utvikling er i tillegg svakt negativ. ”Government effectiveness” måler kvaliteten på offentlige tjenester, kvaliteten på statsadministrasjonen og dens uavhengighet fra politisk press, kvaliteten på den politiske prosessen og troverdigheten til at myndighetene gjennomfører disse politiske prosessene. Her har Kina hatt jevn stigning og skårer over gjennomsnittet i verden. ”Regulatory quality” måler regjeringens evne til å formulere og implementere politikk som legger til rette for utviklingen av privat sektor. Her skårer Kina under snittet, men man kan likevel ane en positiv trend etter 2001, noe som kan ha en sammenheng med Kinas tidligere nevnte inntreden i WTO. ”Rule of law” måler i hvor stor

---

grad aktørene i samfunnet har tillit til rettsvesenet, og i hvor stor grad lover og regler i samfunnet følges, med særlig vekt på håndhevelse av kontrakter. I tillegg vektlegges kvaliteten på politi og rettsvesen, samt hyppigheten av kriminalitet og vold. Også her skårer Kina jevnt under snitt. Den siste måleren, ”Control of Corruption”, omfatter ulike former for korrupsjon, deriblant bruk av offentlig makt for privat gevinst i både stor og liten skala (World Bank WGI, 2009). I Kina har faktisk mengden korrupsjon økt med den økonomiske veksten i landet, og regnes som en av de største truslene utenlandske investorer må forholde seg til (Pei, 2007).

Selv om det er vanskelig å si noe konkret om hvordan de ulike indikatorene påvirker investeringsetterpørselen, er det åpenbart at politisk ustabilitet, korrupsjon, mangelfullt rettsvesen og dårlig finanssystem<sup>10</sup> er med på å gjøre at utenlandske investorer oppfatter investeringer i Kina som mer risikable enn i land som jevnt over skårer høyere på disse indikatorene. I tillegg er det vanskelig å se noen tydelig positiv trend i utviklingen. Det bør likevel bemerkes at skalaen er relativ til andre land, slik at utviklingen isolert sett kan være positiv, selv om Kinas relative posisjon i perioden er nokså uendret.

Man kan ikke på bakgrunn av indikatorene i figur 3.12 hevde at det har skjedd en forbedring av de politiske/institusjonelle rammevilkårene i Kina. De siste tiårene har det imidlertid skjedd en grunnleggende forandring med direkte relevans og fordel for utenlandske investorer, nemlig liberaliseringen av kapitalmarkedene. Vi har tidligere beskrevet hvordan Kina rundt 1980 begynte å åpne opp for internasjonal handel, med fokus på å stimulere eksporten. Som Chow (2002) skriver, var dette den ene delen av statsleder Deng Xiaopings nye økonomiske politikk. Den andre delen besto av å åpne landet opp for utenlandske investeringer. Disse to reformene hang tett sammen med hverandre. Som tidligere nevnt, opprettet kinesiske myndigheter industrialiserte eksportorienterte soner langs kysten på begynnelsen av 1980-tallet, hvor de ønsket å skape attraktive forhold for FDI. Chow (2002) skriver at ikke bare åpnet myndighetene for utenlandske investorer, de tilbød også infrastruktur og fordelaktige regler blant annet på skattesiden. Økningen i FDI er altså et resultat av en bevisst politikk på samme måte som eksportøkningen. De kinesiske

---

<sup>10</sup> Se appendiks A for beskrivelse av Kinas finanssystem.

---

myndighetene ønsket å vokse økonomisk og mente at utenlandske investeringer ville bidra til dette, dersom investeringene ble håndtert og kanalisert riktig.

Som Chow (2002) påpeker, var dette en drastisk mentalitetsendring fra tidligere, da man hadde sett på utenlandske investorer som noen som bare ville utnytte kinesiske ressurser og skade landet. Visse reguleringsbarrierer eksisterer ennå – ifølge Chow (2002) er kinesiske myndigheter ikke overbevist om det frie markedes angivelige overlegenhet, de anser kun visse elementer av det som nyttige for landets vekst – men alt i alt har det skjedd en storstilt liberalisering av kapitalbevegelser, kronet med landets inntreden i WTO i 2001. Dette har vært en svært viktig forbedring sett fra globale investorers perspektiv.

Liberaliseringen av kapitalflyt er så sentral at det er naturlig å konkludere med at det i sum har skjedd en forbedring av de politiske/institusjonelle vilkårene i Kina. Vi har dermed for Kina de siste tiårene

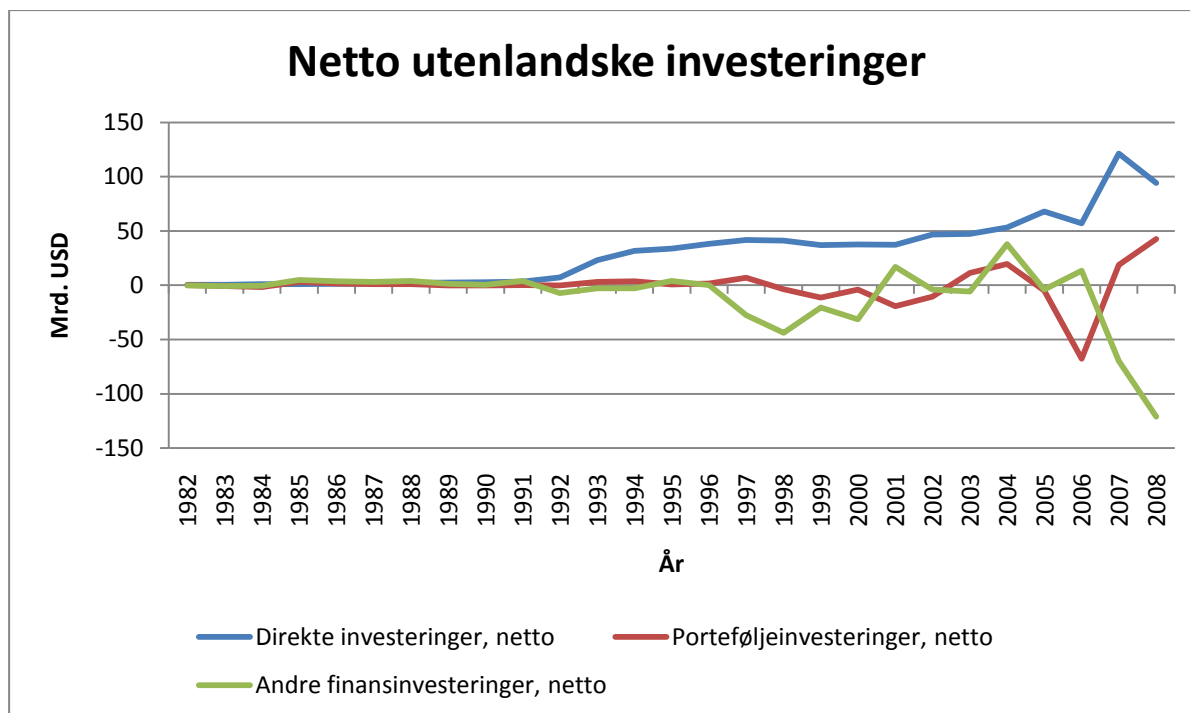
$$\Delta\rho_{Kina} > 0, \quad (3.21)$$

som sammen med (3.20) gir

$$\frac{\partial NI_{Kina}}{\partial \rho_{Kina}} \cdot \Delta\rho_{Kina} > 0. \quad (3.22)$$

### **Konklusjon netto utenlandske investeringer**

Vi har argumentert for at Kinas økonomiske vekst, lave innsatsfaktorpriser (lønninger) og utvikling i politiske/institusjonelle rammevilkår har bidratt til økte netto utenlandske investeringer. Driveren rentedifferanse er det vanskelig å konkludere for. Figur 3.13 viser netto utvikling for ulike kategorier av utenlandske investeringer i Kina i perioden 1982-2008.

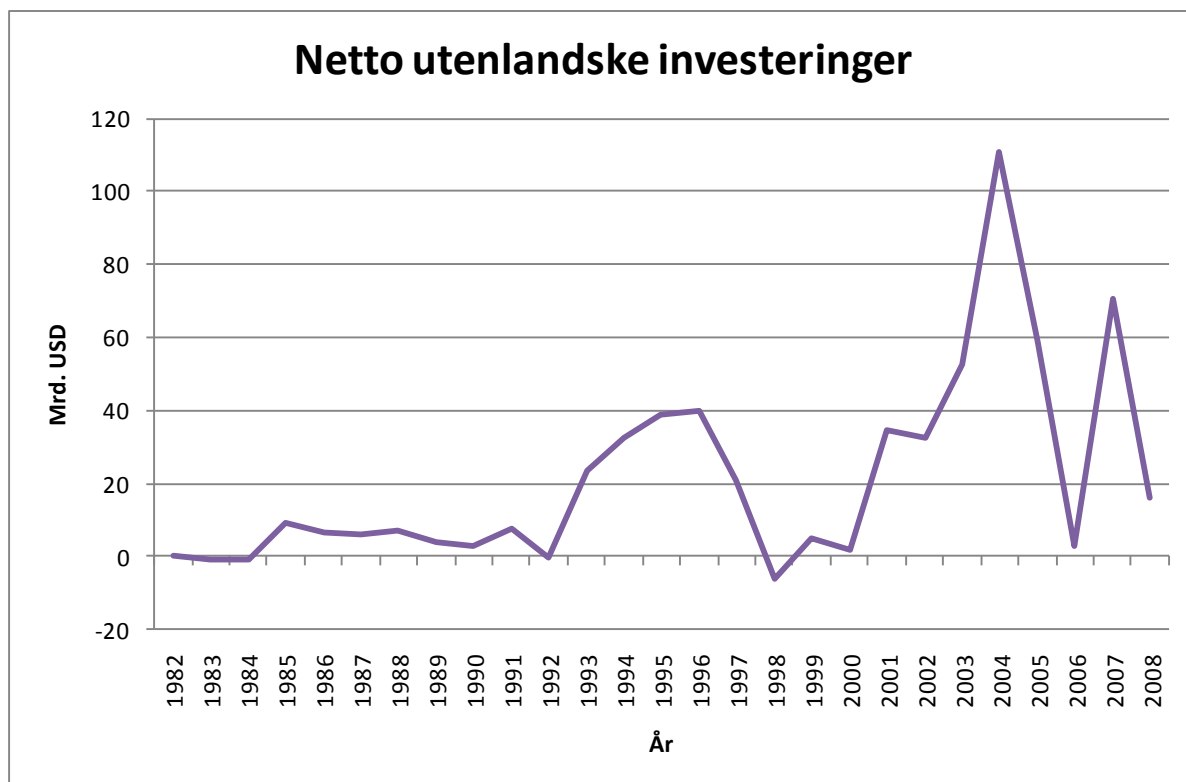


Figur 3.13 Komposisjon av årlige netto utenlandske investeringer for Kina, 1982-2008. (Kilde: IMF BPSB, 2010)

Dette er i tråd med hva man kunne forvente. Økonomisk vekst, billig arbeidskraft og en økonomisk politikk fokusert på å tiltrekke seg FDI har gjort at Kina har opplevd en kraftig vekst i FDI i perioden 1982-2008. Sammenligner man figur 3.8 og figur 3.13, kan det se ut som at porteføljeinvesteringene i Kina har økt i perioder hvor den kinesiske renten har vært høyest. Dette gjelder imidlertid ikke den lange perioden på 90-tallet hvor renten var betydelig høyere i Kina. Dette kan skyldes kapitalflytrestriksjonene fra kinesisk side. Uansett viser ikke porteføljeinvesteringene noen klar trend, noe som virker rimelig i og med at rentedifferansen ofte har endret fortegn.

Det finnes ikke grunnlag for å hevde at rentedifferanse har hatt en *negativ* effekt på netto utenlandske investeringer de siste tiårene, så i sum konkluderer vi med at det de siste tiårene har blitt mer attraktivt å investere i Kina, noe som har økt netto utenlandske investeringer, vist i figur 3.14.





Figur 3.14<sup>11</sup> Årlige netto utenlandske investeringer for Kina, 1982-2008.  
(Kilde: IMF BPSB, 2010)

Vi har for Kina i perioden 1980-2008

$$r_{D,Kina} \gtrless 0 \Rightarrow \Delta NI_{Kina} \gtrless 0,$$

$$\frac{\partial NI_{Kina}}{\partial y_{Kina}} \cdot \Delta y_{Kina} > 0,$$

$$f_{D,Kina} < 0 \Rightarrow \Delta NI_{Kina} > 0,$$

$$\frac{\partial NI_{Kina}}{\partial \rho_{Kina}} \cdot \Delta \rho_{Kina} > 0,$$

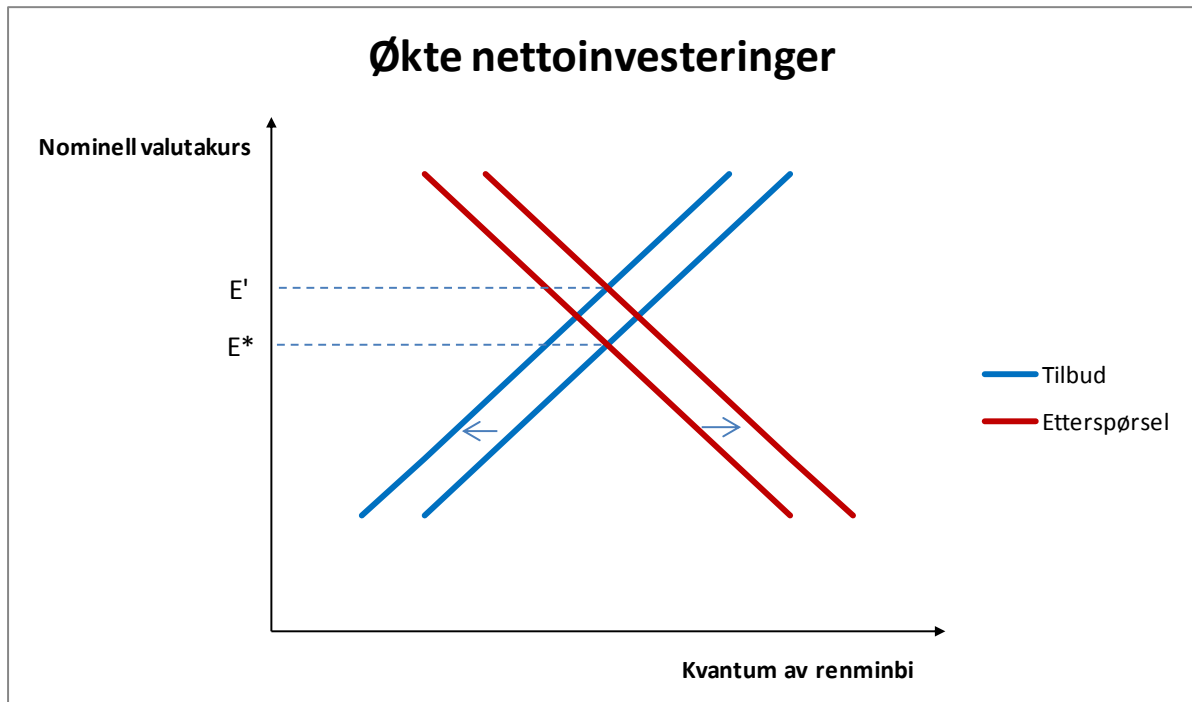
$$\Rightarrow \Delta NI_{Kina} > 0, \quad (3.23)$$

som sammen med (3.12) gir

<sup>11</sup> Figuren tilsvarer figur 2.4 (Kinas kapitalbalanse uten internasjonale reserver). Kapitalbalansen er nettobeløpet på kapitalregnskapet, som registrerer kapitalbevegelser inn og ut av et land. Summen av disse kapitalbevegelsene (uten internasjonale reserver) er helt analog til netto utenlandske investeringer.

$$\frac{\partial E_{Kina}^*}{\partial NI_{Kina}} \cdot \Delta NI_{Kina} > 0. \quad (3.24)$$

Figur 3.15 viser effekten av (3.24). Når det blir mer attraktivt å investere i Kina, vil flere investere i Kina og færre investere i andre land. Dette gjør at etterspørselen etter RMB øker, mens tilbudet av RMB reduseres. Resultatet er en appresiering av valutakursen, fra  $E^*$  til  $E'$ .



Figur 3.15 Effekt av økte netto utenlandske investeringer på valutakursen. Etterspørselskurven skifter til høyre, mens tilbudskurven skifter til venstre. Det oppstår en ny, høyere valutakurs.

### 3.2.3 Effekt av nettoflyt av spekulasjonskapital

Martin og Morrison (2008) beskriver spekulasjonskapital som kapitalflyt motivert av ønske om kortsiktig profitt. Slik kapital – på engelsk gjerne kalt ”hot money” – beveger seg svært hurtig inn og ut av land, drevet av investorpsykologi og jakt etter rask profitt. Hurtigheten og omfanget av slike kapitalbevegelser kan føre til ustabilitet i markedene og skape grunnlag for bobler og krakk, med dramatiske konsekvenser. Som Martin og Morrison (2008) skriver, mener flere økonomer at hurtig og massiv kapitalflukt fra Thailand og andre land i Sørøst-Asia var en viktig grunn til at Asia-krisen i 1997 oppsto.

---

Spekulasjonskapitalens effekt på valutakursen er på mange måter lik som effekten av mer langsiktig investeringskapital. Når spekulanter øyner profitt i land A, vil de plassere pengene sine der; de må da kjøpe A-valuta. Jo mer profittmuligheter spekulantene ser, jo mer kapital vil de plassere i landet, og jo mer av landets valuta vil de etterspørre. Samtidig blir kortsiktige investeringer i land B relativt mindre attraktive. Etterspørselen etter A-valuta øker relativt til tilbudet. Økt nettoflyt av spekulasjonskapital inn i et land har altså en positiv effekt på valutakursen. Vi har generelt

$$\frac{\partial E^*}{\partial S} > 0. \quad (3.25)$$

### *Kinas nettoflyt av spekulasjonskapital*

Bouvatier (2006) og Martin og Morrison (2008) skriver at global spekulasjon er drevet av to ting: rentedifferanser og forventninger om bevegelser i valutakurser. Vi har generelt

$$\Delta S = F(r_D) + \frac{\partial S}{\partial \varepsilon} \cdot \Delta \varepsilon, \quad (3.26)$$

hvor  $\varepsilon$  er valutakursforventninger.  $\Delta \varepsilon > 0$  vil si forventninger om appresiering, mens  $\Delta \varepsilon < 0$  vil si forventninger om depresiering.

### **Rentedifferanse**

Vi har allerede i delen om netto utenlandske investeringer beskrevet hvordan en høyere rente i land A enn i land B virker tiltrekkende på (portefølje)investorer ettersom rentenivået sier noe om hvilken kapitalavkastning man kan forvente å få. Rentedifferanser virker tilsvarende på spekulasjonsinvesteringer; grensen mellom kortsiktig spekulasjon og en ”vanlig” porteføljeinvestering med et mer langsiktig ønske om høy avkastning vil være flytende. Så lenge vi ikke kan vite tidsperspektiv og intensjoner til enkeltinvestorer, kan vi heller ikke fastslå hvilken kategori av investeringer det er snakk om.

Rentedifferanser kan også påvirke investoratferd gjennom å skape arbitrasjemuligheter. Dersom rentedifferansen mellom land A og land B er stor nok og rentepariteten ikke holder, kan en investor tjene risikofri avkastning ved å låne penger (til lav rente) i land B og plassere dem i land A (til høy rente) til lånet forfaller. Også ved slik spekulasjon virker en positiv

---

rentedifferanse tiltrekkende på investorer. Generelt vil  $F(r_D)$  i (3.26) være slik at (alt annet likt)

$$\begin{aligned} r_D > 0 &\Rightarrow \Delta S > 0, \\ r_D = 0 &\Rightarrow \Delta S = 0, \\ r_D < 0 &\Rightarrow \Delta S < 0. \end{aligned} \tag{3.27}$$

Som vist i figur 3.8, har Kina og USA de siste tiårene vekslet på å ha det høyeste rentenivået, det finnes dermed ikke noe godt grunnlag for å hevde at rentedifferanse de siste tiårene totalt sett skal ha hatt en klar effekt på spekulasjonskapital i den ene eller andre retningen. Vi har også nevnt at kinesiske myndigheter til tross for storstilt liberalisering av kapitalmarkedene fremdeles har hatt en del restriksjoner som kan gjøre at rentedifferanser ikke har gitt de utslag i kapitalflyt som man skulle forvente. Ma og McCauley (2007) studerer renteforskjeller i ”innenlandsk og utenlandske plasseringer i renminbi”, og finner sterke indikasjoner på at kinesiske myndigheter fortsatt holder kontroll over kapitalstrømmer til og fra Kina, og dermed forhindrer opplagte arbitrasjemuligheter. Det kan tyde på at vedvarende kapitalkontroll vanskeliggjør utnyttelse av rentedifferanser, som dermed får mindre betydning enn teori tilsier. I enda større grad enn med ”vanlige” investeringer er det med spekulasjonsinvesteringer vanskelig å si noe om hvor stor effekt rentedifferansen har hatt på faktisk kapitalflyt ettersom solid empiri på spekulasjonsinvesteringer ikke eksisterer.

For Kina har vi (alt annet likt) i perioden 1980-2008

$$r_{D,Kina} \gtrless 0 \Rightarrow \Delta S_{Kina} \gtrless 0. \tag{3.28}$$

### Valutakursforventninger

Valutahandel som er drevet av forventninger skiller seg fra annen valutahandel i kraft av ikke å bunne i et ønske om å handle varer/tjenester eller investere i noe. Valutaspekulasjon er rett og slett ”veddemål” om hvilken retning valutakursen kommer til å utvikle seg. Dersom spekulanter forventer at A-valuta kommer til å bli mer verdt – på grunn av endringer i eksport- eller investeringsdrivere – kan de profitere på å kjøpe før verdien stiger. Dersom de forventer at A-valutaen kommer til å bli mindre verdt, vil de selge. I denne sammenheng kan altså valuta betraktes nærmest som et verdipapir, som man forsøker å kjøpe billig og selge

---

dyrt. Et viktig poeng er at slik valutaspekulasjon i seg selv påvirker verdien av A-valutaen. Når flere investorer kjøper (selger) A-valuta, bidrar det til å styrke (svekke) valutakursen. Valutaspekulasjon gjør altså at forventninger om valutakursendringer til en viss grad blir selvoppfylgende, gjennom å påvirke tilbudet og etterspørselen etter den aktuelle valutaen. Vi har generelt

$$\frac{\partial S}{\partial \varepsilon} > 0. \quad (3.29)$$

Et av de mest omdiskuterte temaene i internasjonal makroøkonomi og finans, er Kinas manipulasjon av valutakursen. Som McKinnon og Schnabl (2009) skriver, lot kinesiske myndigheter fra 21. juli 2005 RMB appresiere kontrollert med omtrent 6 prosent i året, etter å ha låst valutaen til USD over lang tid. Dette skjedde på grunn av politisk press fra USA, som mente RMB var undervaluert og ga urettmessige eksportfordeler for Kina. McKinnon og Schnabl (2009) og Martin & Morrison (2008) skriver at markedet mens appresieringen foregikk hele tiden forventet at den ville fortsette. Sannsynligvis ble en appresiering forventet også før den faktisk skjedde, på grunn av det politiske ”spillet” som foranlediget den. Dette førte til innflyt av spekulasjonsmidler fra globale investorer som ønsket å profitere på en styrkning av RMB.

Appresieringen stoppet imidlertid i midten av 2008, og siden den gang har RMB igjen vært låst mot USD. Til tross for den kontrollerte appresieringen mener flere at RMB fremdeles er undervaluert; det har i dag, som i 2005, oppstått et betydelig politisk press fra USA for å få Kina til å la valutaen styrke seg (New York Times, 2010). I løpet av våren 2010 har det oppstått forventninger i markedet om at Kina vil revaluere eller la RMB appresiere gradvis i løpet av andre kvartal 2010 (Furuset, 2010); dette har blant ført til at prisen på forwardkontrakter på RMB har økt (Bloomberg, 2010).

Det har altså vært flere perioder med forventninger om at RMB skal styrke seg (og oss bekjent ingen perioder med forventninger om det motsatte). Vi har de siste tiårene

$$\Delta \varepsilon_{Kina} > 0, \quad (3.30)$$

---

som sammen med (3.29) gir

$$\frac{\partial S_{Kina}}{\partial \varepsilon_{Kina}} \cdot \Delta \varepsilon_{Kina} > 0. \quad (3.31)$$

### **Konklusjon nettoflyt av spekulasjonsskapital**

Bouvatier (2006) skriver at USA etter børskrakket i 1987 førte en ekspansiv pengepolitikk med lave renter over lang tid, noe som førte til positiv rentedifferanse mellom Kina og USA, som igjen medførte flyt av spekulasjonsskapital inn i Kina. Dette førte i sin tur til forventninger om appresiering av RMB, noe som førte til enda mer kapitalflyt inn i Kina. For vår del finner vi ikke solid grunnlag for å hevde at rentedifferansen de siste tiårene totalt sett har tiltrukket mye spekulasjonsskapital til Kina, til det har rentedifferansen skiftet for ofte fortegn, i tillegg til at mobilitetsbarrierer og manglende empiri på flyt av spekulasjonsskapital gjør det vanskelig å si noe om hvor mye spekulasjonsinvestorer faktisk har respondert på rentedifferansen.

Vi finner imidlertid at valutakursforventninger i perioden har bidratt til økt nettoflyt av spekulasjonsskapital. Ettersom vi ikke finner grunnlag for å si at rentedifferansen de siste tiårene har hatt *negativ* effekt på nettoflyt av spekulasjonsskapital, konkluderer vi med at Kina de siste tiårene har blitt mer attraktivt for spekulanter, noe som har økt nettoflyten av spekulasjonsskapital.

I motsetning til nettoeksport og netto utenlandske investeringer er ikke nettoflyt av spekulasjonsskapital en definert post på utenriksregnskapet. Dette gjør at det er vanskelig å komme med noen fullgod empiri på utviklingen i nettoflyten av slik kapital til Kina. Martin og Morrison (2008) refererer til en undersøkelse gjennomført av Deutsche Bank, som finner at en del av det som rapporteres som FDI i realiteten er spekulasjonsskapital; i tillegg skjules spekulasjonsskapital i noen grad gjennom å blåse opp den rapporterte nettoeksporten. Dessuten regnes en del av det statistiske avviket<sup>12</sup> på utenriksregnskapet for å inneholde noe spekulasjonsskapital. Som Bouvatier (2006) skriver, er det også vanlig å se på

---

<sup>12</sup> En ”restsum” som får utenriksregnskapet til å balansere ( $BP = CA + KA = 0$ ). Oppstår på grunn av feilrapporteringer og utelatelser.

porteføljeinvesteringer og andre investeringer i utenriksregnskapet som bestående delvis av spekulasjonskapital.

Ifølge Martin og Morrison (2008) er estimatene av størrelsesordenen på utenlandsk spekulasjonskapital i Kina sprikende: Noen kinesiske forskere estimerer at det har bygget seg opp 500 milliarder USD i spekulasjonskapital i landet, mens andre hevder at det bare i perioden 2003-2008 kan ha blitt akkumulert så mye som 1750 milliarder USD. Enkelte amerikanske forskere mener at kinesiske estimater generelt er for lave, og én analytiker mener at det strømmet mer enn 400 milliarder USD i spekulasjonskapital inn i Kina bare mellom april 2007 og mars 2008. Tallene spriker altså en god del, men det synes å være en akseptert oppfatning at Kina etter den tidligere omtalte liberaliseringen av kapitalmarkedene har blitt et attraktivt land også for kortsiktige investorer, noe som har ført til at nettoflyten av spekulasjonskapital har økt. Vi har for Kina i perioden 1980-2008

$$\begin{aligned}
 r_{D,Kina} &\gtrless 0 \Rightarrow \Delta S_{Kina} \gtrless 0, \\
 \frac{\partial S_{Kina}}{\partial \varepsilon_{Kina}} \cdot \Delta \varepsilon_{Kina} &> 0, \\
 \Rightarrow \Delta S_{Kina} &> 0,
 \end{aligned} \tag{3.32}$$

som sammen med (3.25) gir

$$\frac{\partial E_{Kina}^*}{\partial S_{Kina}} \cdot \Delta S_{Kina} > 0. \tag{3.33}$$

Effekten på valutakursen er tilsvarende som for ”vanlige” investeringer, som vist i figur 3.15.

### 3.2.4 Kinas fundamentale valutakurs – oppsummering

I det ovenstående har vi argumentert for at

- 
- Nettoeksport, netto utenlandske investeringer og nettoflyt av spekulasjonskapital har alle en positiv effekt på valutakursen til et land.
  - Nettoeksport, netto utenlandske investeringer og nettoflyt av spekulasjonskapital har alle økt for Kina de siste tiårene.

Av dette følger det at RMB burde ha appresiert i perioden 1980-2008. Vi har

$$\frac{\partial E_{Kina}^*}{\partial NX_{Kina}} \cdot \Delta NX_{Kina} > 0,$$

$$\frac{\partial E_{Kina}^*}{\partial NI_{Kina}} \cdot \Delta NI_{Kina} > 0,$$

$$\frac{\partial E_{Kina}^*}{\partial S_{Kina}} \cdot \Delta S_{Kina} > 0,$$

$$\Rightarrow \Delta E_{Kina}^* > 0. \quad (3.34)$$

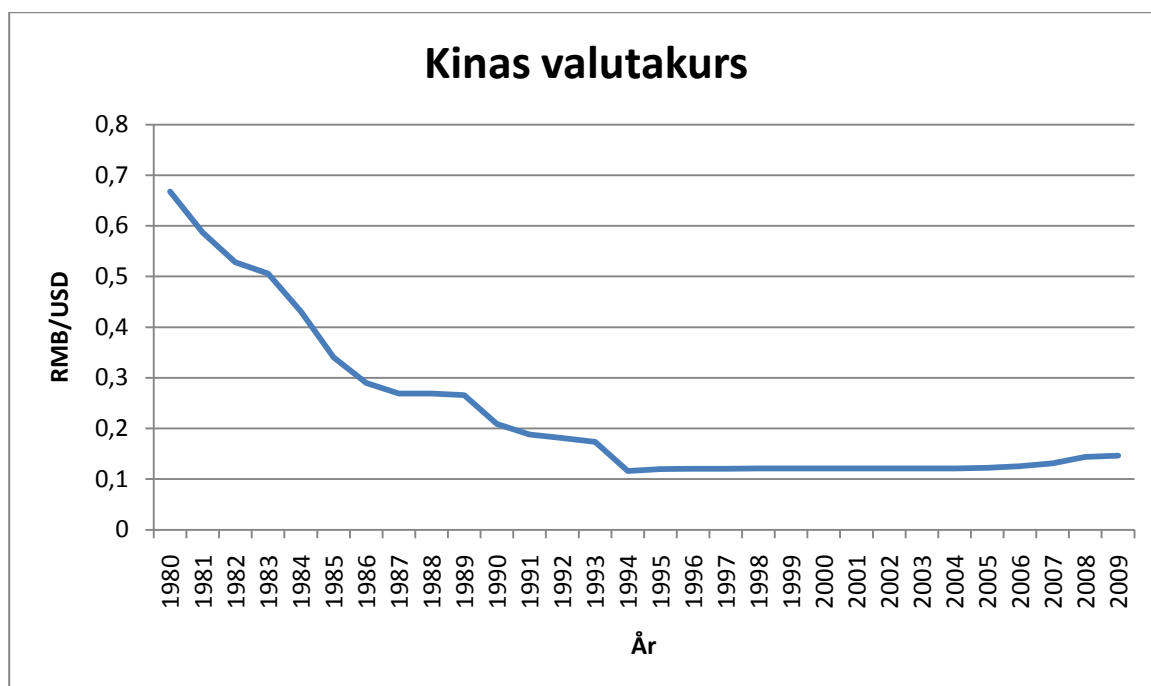
Som vi skal se i neste kapittel, har ikke en slik appresiering funnet sted. Vi vil forklare årsaken, sentralbankintervensjon, samt knytte denne årsaken opp mot den paradoksale kapitalflyten beskrevet i kapittel 2.



## 4. Offentlig manipulasjon av valutakursen

Så langt har vi diskutert hvordan valutakurs dannes i markeder hvor markedskreftene får rå fritt. Som nevnt tidligere har man gjennom historien, og også i dag, sett tilfeller hvor myndigheter manipulerer valutakursen i henhold til politiske mål eller forpliktelser. Og som sagt er det snakk om intervensjoner i markeder for å skape andre utfall enn det markedskreftene skaper på egenhånd; man søker å oppnå en annen valutakurs enn fundamentalvalutakursen. Ut i fra det vi har funnet i kapittel 3 skulle fundamentalvalutakursen til Kina ha appresiert de siste ti årene.

Figur 4.1 viser utviklingen i Kinas offisielle valutakurs de siste tiårene. Y-aksen viser hvor mye en RMB er verdt i USD.



Figur 4.1 Utvikling i Kinas valutakurs, 1980-2008. Gitt i USD per RMB.  
(Kilde: World Bank WDI, 2010)

Vi ser at trenden i valutakursen ikke har vært appresiering, den falt tvert imot frem til 1994. Deretter fulgte et tiår uten bevegelse overhodet, før det skjedde en svak appresiering etterfulgt av en ny periode uten bevegelse. Dette er ikke i tråd med den utviklingen man skulle forvente ut i fra fundamentale markedskrefter, så det er naturlig å anta at kinesiske

---

myndigheter har ført en aktiv politikk for å styre kursen i en annen retning enn den markedskreftene har trukket i.

Abel et. al (1998) beskriver tre måter myndighetene kan oppnå dette. For det første kan myndighetene legge restriksjoner på handel og investeringer vis-a-vis utlandet. Som vi har sett, dannes valutakursen i markedet av underliggende handel og investeringer. Ved å kontrollere disse (ved bruk av tollbarrierer, skatter og annen lovgivning) kan myndighetene også kontrollere valutakursen.

Den andre måten å styre valutakursen på er gjennom sentralbankens rentesetting. Vi har beskrevet hvordan rentedifferanser vis-a-vis utlandet påvirker tilbud og etterspørsel av valuta. Ved å sette renten lavere eller høyere enn utlandet, kan myndighetene utøve en viss kontroll over valutakursen. Som tidligere nevnt, satte Norges Bank tidligere renten eksplisitt etter et valutakursmål.

Den tredje måten er at myndighetene via sentralbanken griper direkte inn i valutamarkedene og styrer tilbudet og etterspørselen. Sentralbanken opptre da som en aktør i markedet og kjøper og selger sin egen valuta. Dette gjøres ved bruk av bankens reserver av internasjonal valuta. Reserveene kan bestå av finansielle aktiva i utenlandsk valuta (for eksempel utenlandske statsobligasjoner), realverdier som gull, eller spesialaktiva som fordringer på IMF (Norges Bank, 2007). Med sentralbankens kjøp og salg av valuta, er det altså ikke nødvendigvis snakk om direkte pengeveksling, selv om reserveene også kan inneholde rene pengeinnskudd.

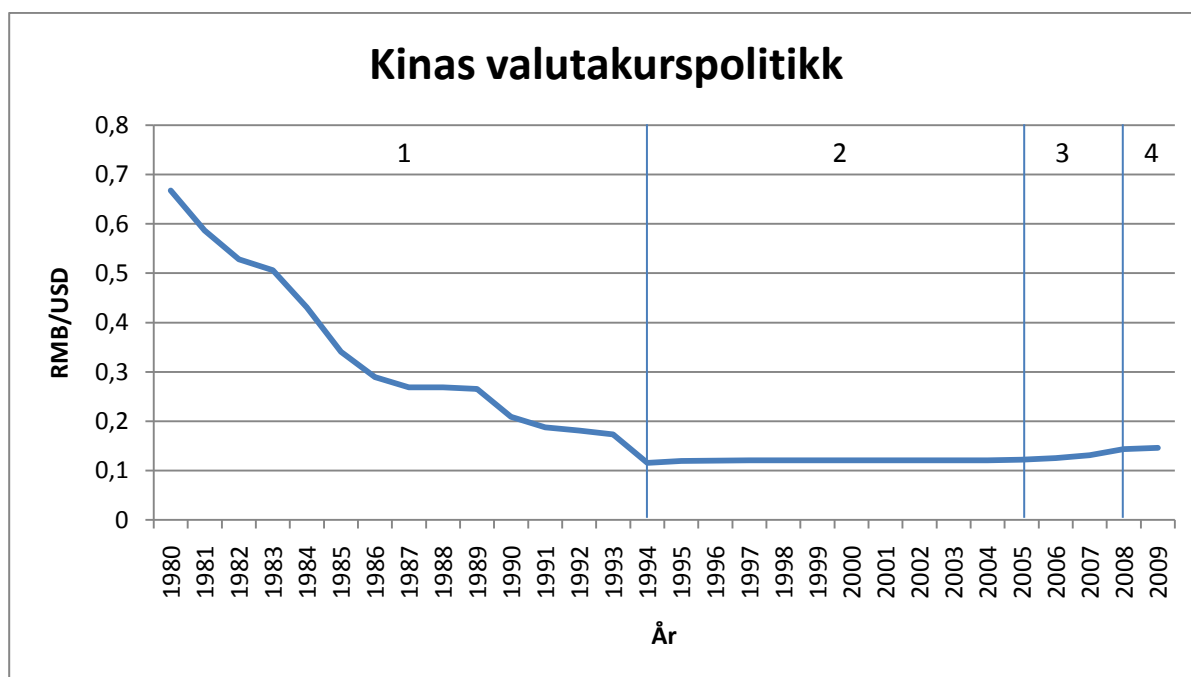
Gjennom å endre beholdningen av de internasjonale reserveene kan sentralbanken oppnå ønskede effekter. Dersom myndighetene ønsker å holde valutakursen over fundamentalvalutakursen, kjøper sentralbanken tilbake egen valuta i markedet og betaler ved å ta fra de internasjonale reserveene. Dersom myndighetene derimot ønsker å holde valutakursen under fundamentalvalutakursen, selger sentralbanken egen valuta i markedet og får betalt i utenlandsk valuta<sup>13</sup> som legges til de internasjonale reserveene.

---

<sup>13</sup> Alternativt kan man si at sentralbanken kjøper utenlandsk valuta og betaler med egen valuta. Mekanismene er uansett at tilbudet av egen valuta økes, samtidig som de internasjonale reserveene øker.

## 4.1 Kinas valutakurspolitikk

Figur 4.2 deler inn Kinas valutakursutvikling i fire faser ut i fra hvilken politikk myndighetene har ført.



Figur 4.2 Ulike faser av kinesisk valutakurspolitikk, 1980-2009. (Kilde: World Bank WDI, 2010; Eichengreen, 2006; McKinnon & Schnabl, 2009)

De fire fasene er/har vært som følger:

- Fase 1. Før 1994: Ingen konvertabilitet, depresiering
- Fase 2. Mellom 1994 og 2005: Fast valutakurs overfor USD
- Fase 3. Mellom 2005 og 2008: Kontrollert appresiering og ”valutakurv”
- Fase 4. Etter 2008: Fast valutakurs overfor USD

### Fase 1

Før 1994 var valutakursregimet preget av inkonvertabilitet, det vil si at kinesiske myndigheter hadde full kontroll over valutakursen gjennom å styre all handel av og med kinesisk valuta. Det eksisterte flere valutakurser som ble satt direkte av myndighetene, én offisiell, samt egne for import- og eksportsektorene, hvor sistnevnte ble tildelt betydelige

---

fordeler. All eksport, import og kapitalflyt skjedde under statlig kontroll, og kontrollen over valutahandelen gjorde det umulig å utføre spekulative angrep. Den offisielle valutakursen ble satt mer eller mindre vilkårlig og var uavhengig av realøkonomien. Landets offisielle valutakurs var i denne perioden lite interessant økonomisk sett (McKinnon & Schnabl, 2009).

## *Fase 2*

Fra 1994 opphevet kinesiske myndigheter kontrollen over transaksjoner på driftsbalansen og innførte én fast, offisiell valutakurs på 8,7 RMB per USD<sup>14</sup> som gjaldt for hele økonomien. Hovedmotivasjonen for å binde valutakursen var å forsøke å holde innenlands inflasjon under kontroll. Kina hadde problemer med store svingninger både i inflasjonen og veksten i produksjonen i denne perioden, som til dels hadde sammenheng med overgangen fra planøkonomi til (styrt) markedsøkonomi. Den nye faste valutakursen var en suksess, og etter en revaluering i 1995 hvor kursen ble satt til 8,28 RMB per USD, ble den liggende fast slik i ti år frem til 2005 (McKinnon & Schnabl, 2009).

## *Fase 3*

Etter et år med intense diskusjoner valgte kinesiske myndigheter 21. juli 2005 å bryte fastkursen overfor USD. De annonserte da en appresiering av RMB, og at valutaen skulle stabiliseres mer løst mot en kurv av valutaer. Disse valutaene ble senere avslørt å være USD, euro, japanske yen og koreanske won, med mindre vektorer av malaysiske ringget, russiske rubler, australske dollar, thailandske bath, kanadiske dollar og britiske pund (Eichengreen, 2006).

Årsaken til at Kina valgte å gjennomføre dette var i hovedsak at Kinas overskudd på driftsregnskapet begynte å vokse kraftig i 2003, og en stor del av eksporten gikk til USA. Dette gikk ut over amerikansk industri, og skapte misnøye blant amerikanske politikere. Mange økonomer og politikere mente at de voksende driftsregnskapsoverskuddene til Kina skyldtes undervaluert RMB, og Kina ble anklaget for urettmessig valutamanipulasjon. Da USA truet med importnekt sommeren 2005, valgte Kinesiske myndigheter å gi etter. Mellom

---

<sup>14</sup> Merk at vi her omtaler *RMB per USD*, i motsetning til *USD per RMB* i figurene. *RMB per USD* er mest vanlig å bruke; grunnen til at vi har invertert i figurene er at man da får et mer intuitivt bilde av appresiering som stigende og depresiering som synkende.

---

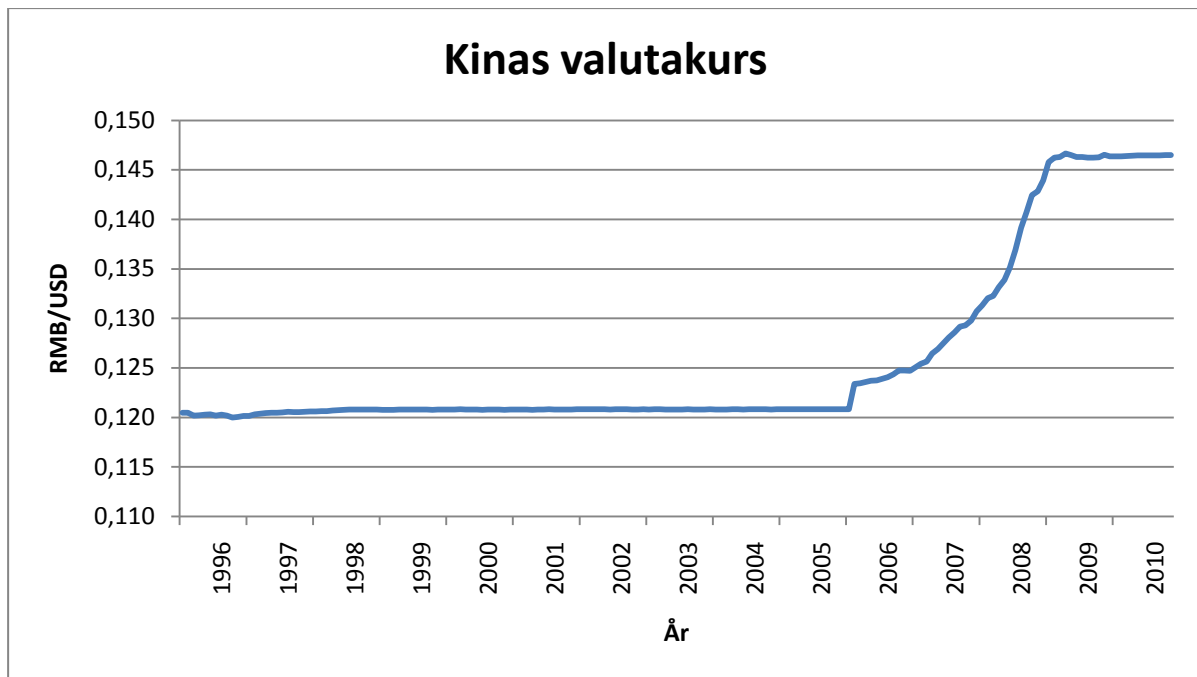
2005 og 2008 appresierte RMB omtrent 6 prosent per år mot USD (McKinnon & Schnabl, 2009).

#### *Fase 4*

Etter juli 2008 har RMB igjen vært låst til USD. Den nøyaktige grunnen til at kinesiske myndigheter gav opp den kontrollerte appresieringen er ikke kjent, men Kinas sentralbanksjef Zhou Xiaochuan har uttalt at den faste valutakursen etter 2008 har vært en respons på den globale finanskrisen (New York Times, 2010). Muligens ønsket kinesiske myndigheter å binde kursen igjen fordi de oppfatter det som mer stabilt for økonomien. I hvert fall har Kinas valutakurs de siste par årene vært fast på 6,8 RMB per USD.

For den videre diskusjonen er fase 1 nokså uinteressant. Alle restriksjonene på internasjonal handel og kapitalflyt gjorde at mekanismene gjennomgått i kapittel 3 ikke gjorde seg gjeldende i så stor grad. Figur 3.6 og 3.14 viser at det ikke var før 90-tallet at nettoeksport og netto utenlandske investeringer virkelig begynte å skyte fart. I tillegg var Kinas offisielle valutakurs som sagt en temmelig tilfeldig verdi bestemt av myndighetene, så depresieringen vist i figur 4.1 inneholder ikke så mye informasjon.

De etterfølgende fasene, altså etter 1994, er derimot verdt å se nærmere på. Som vist og beskrevet i kapittel 3 har trenden fra midten av 90-tallet vært kraftig oppadgående for nettoeksport, netto utenlandske investeringer og – i noen grad – nettoflyt av spekulasjonskapital. Som vist i figur 4.1 og enda tydeligere i figur 4.3, har dette ikke gitt det utslag i valutakursen man skulle forvente.

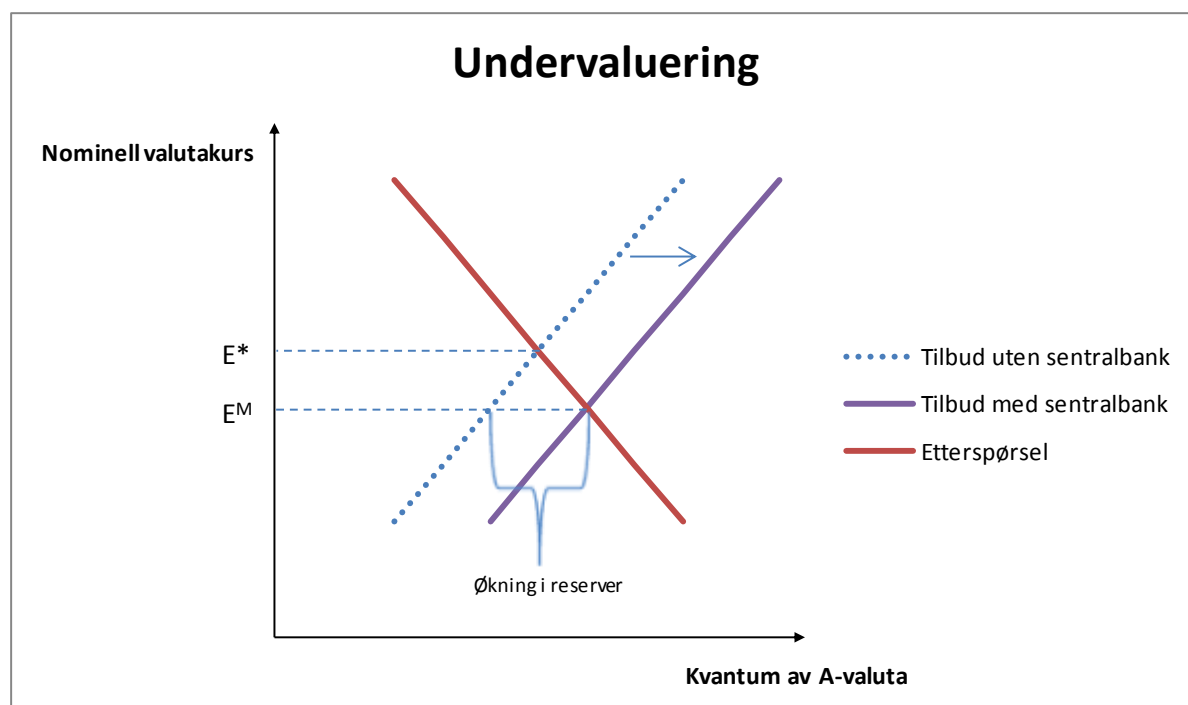


*Figur 4.3 Utvikling i Kinas valutakurs, 1996-2010. Landet hadde fastkurs i ti år, før det skjedde en styrt appresiering, etterfulgt av ny fastkurs. (Kilde: IMF, Exchange Rate Archives)*

Den eneste appresieringen mot USD som har funnet sted, var mellom 2005 og 2008, og dette var en annonsert og kontrollert appresiering fra Kinas side. Resten av perioden har RMB vært låst til USD. Det synes helt klart at kinesiske myndigheter ikke har overlatt valutakursen sin til markedskreftene, samt at disse markedskreftene har trukket i retning av en høyere valutakurs, jamfør tidligere diskusjon. Av dette følger det implisitt at vi er på linje med dem som mener at Kinas faktiske valutakurs i lange perioder har ligget – og trolig fortsatt ligger – et stykke under fundamentalvalutakursen.

Av virkemidlene for å påvirke valutakursen kan vi raskt avskrive både handels-/kapitalflytrestriksjoner og renten; som gjennomgått tidligere har Kina liberalisert både handel og kapitalflyt betydelig, og kinesiske og amerikanske renter har hele tiden vekslet på å være høyest. Og mer grunnleggende: Både handels-/kapitalflytrestriksjoner og renten som virkemidler er dypest sett måter å manipulere driverne for fundamentalvalutakursen. Det vi har funnet, er at nettopp utviklingen i driverne har vært slik at fundamentalvalutakursen har ligget – og ligger – høyere enn den faktiske, offisielle valutakursen, altså er det snakk om en undervaluering. Spørsmålet er hvilken manipulasjon som ligger bak dette.

Av offentlige virkemidler for å påvirke valutakursen står vi igjen med direkte sentralbankintervensjon i valutamarkedet og bruk av landets internasjonale reserver. Som beskrevet ovenfor, innebærer overvaluering en reduksjon av reservene, mens en undervaluering innebærer en økning. Figur 4.4 viser sentralbankintervensjon gjort av land A i tilfellet undervaluering. Fundamentalvalutakursen er i  $E^*$ , mens myndighetene ønsker valutakurs  $E^M$ . Dette må gjøres ved å selge egen valuta, noe som bygger opp reservene av utenlandsk valuta. Dette er en økning av tilbudet av A-valuta (samt økning i etterspørselen etter B-valuta), vist ved den stiplede tilbudskurven som har skiftet til høyre. Vi ser at intervensjonen innebærer en akkumulering av utenlandsk valuta; de internasjonale reservene øker som vist i figuren.

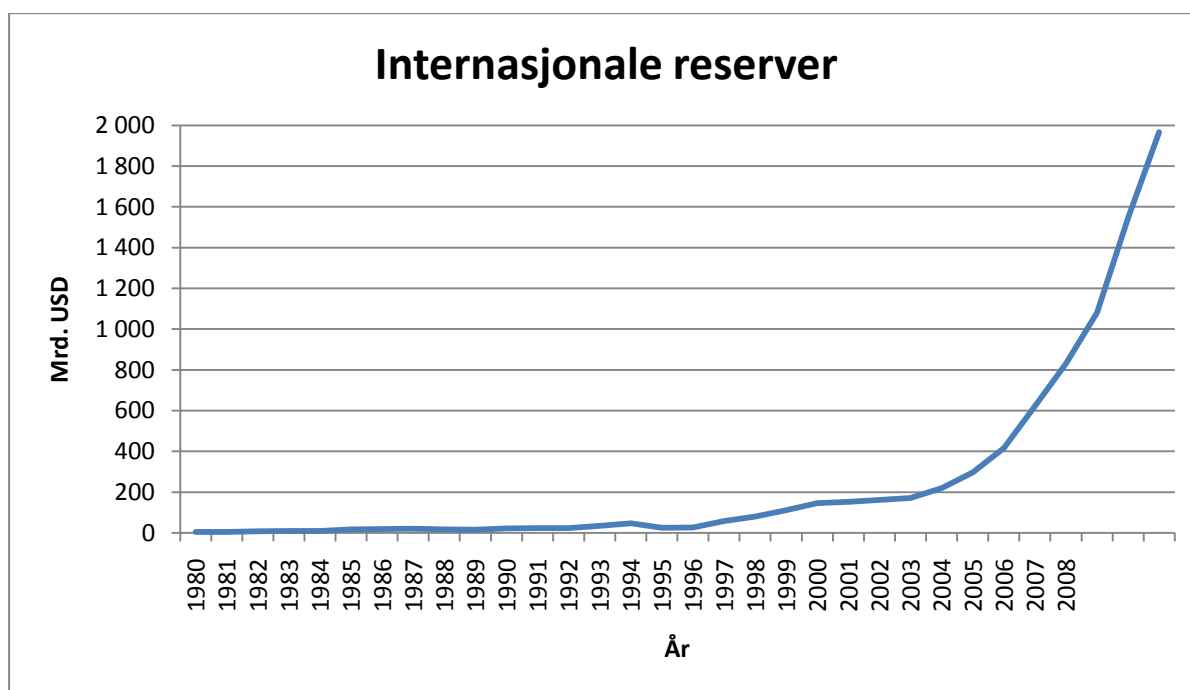


Figur 4.4 Undervaluering innebærer at sentralbanken øker tilbudet av egen valuta. Dette innebærer en økning i de internasjonale reservene. (Kilde: Basert på Abel et al. 1998)

Reservene av utenlandsk valuta har stor betydning for hvilken intervensjon sentralbanken kan foreta seg. Ettersom det å holde valutakursen over fundamentalvalutakursen innebærer reduksjon av reservene, kan sentralbanken kun gjøre dette til reservene er tomme. Å holde valutakursen under fundamentalvalutakursen innebærer derimot akkumulering av reserver og salg av egen valuta – som sentralbanken selv trykker; en slik valutapolitikk trenger i

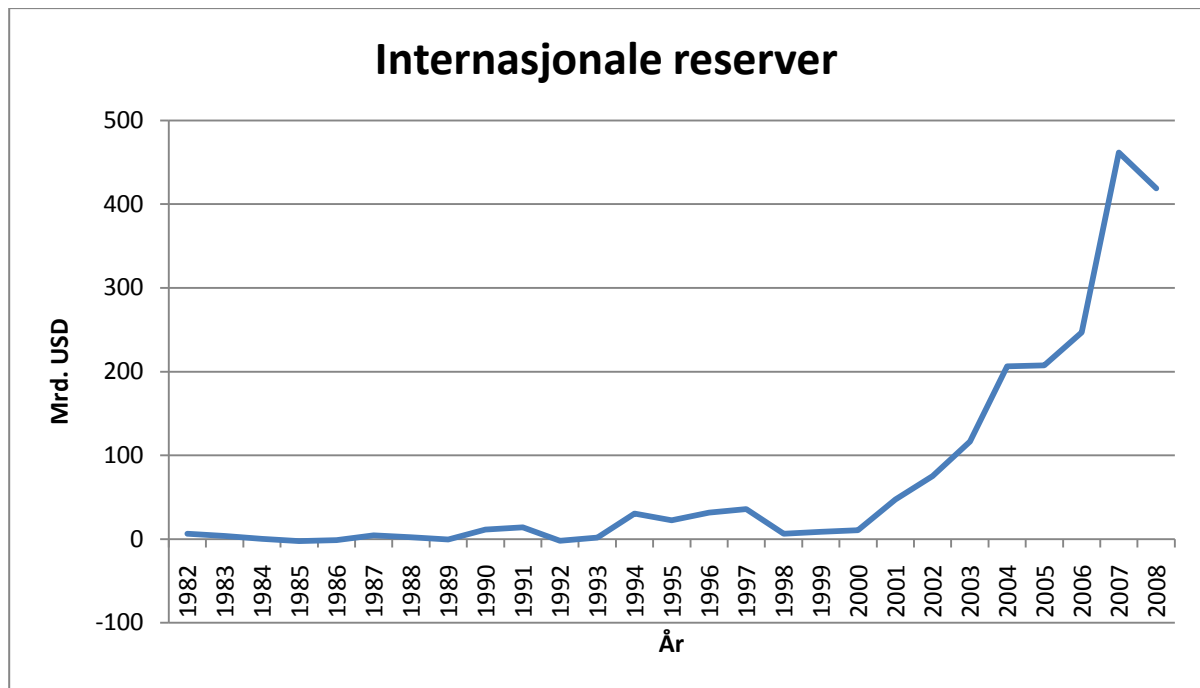
prinsippet aldri å opphøre, i hvert fall ikke før andre land av ulike grunner krever det. (Abel et al., 1998).

Dersom kinesiske myndigheter har holdt valutakursen lavere enn fundamentalvalutakursen, skulle det tilsi en økning i de internasjonale reservene over tid. Figur 4.5-6 bekrefter en slik økning.



Figur 4.5 Kinas akkumulering av internasjonale reserver, 1980-2008. (Kilde: World Bank WDI, 2010)





Figur 4.6 Årlig utvikling i Kinas internasjonale reserver, 1982-2008. (Kilde: IMF BPSB, 2010)

Vi ser at det siden midten av 90-tallet har skjedd en voldsom akkumulering av internasjonale reserver, samt at den årlige akkumuleringen har blitt større og større. I 2008 var landets internasjonale reserver nesten 2000 milliarder USD, og bare i 2007 økte reservene med mer enn 460 milliarder USD. Kina har blitt verdens desidert største innehaver av internasjonale reserver og har omtrent dobbelt så store reserver som land nummer to på listen, Japan. (World Bank WDI, 2010). Som Wolf (2009) skriver, er en velkjent tommelfingerregel blant økonomer at et lands beholdning av internasjonale reserver bør være minst like stor som landets kortsiktige gjeld (gjeld som forfaller innen ett år). I 2008 var Kinas beholdning av internasjonale reserver hele fem ganger større enn landets *totale* gjeld (World Bank WDI, 2010).

Avsnittet ovenfor illustrerer hvilken storstilt økning i de internasjonale reservene Kina har hatt. Dette understøtter hypotesen om at kinesiske myndigheter siden midten av 90-tallet – da de gikk bort fra full kontroll på alle valutatransaksjoner – har benyttet seg av direkte intervensjon i valutamarkedet for å oppnå en lavere valutakurs enn den som markedskreftene har trukket mot.

---

## 4.2 Internasjonale reserver og kapitalflyt

En økning i Kinas internasjonale reserver utgjør per definisjon kapitalflyt ut av landet. Når den kinesiske sentralbanken i valutamarkedet selger egen valuta og kjøper utenlandsk valuta, sendes RMB ut av landet.

Det er vanskelig å si nøyaktig hvor den kinesiske kapitalen havner ettersom den nøyaktige sammensetningen av reservene er en godt bevoktet statshemmelighet. Noe informasjon finnes riktignok. Yi Gang, som er sjef for Kinas State Administration of Foreign Exchange, uttalte tidligere i år at landets reserver hovedsakelig er investert i statsobligasjoner, verdipapirer utstedt av internasjonale selskaper og fond, samt at disse investeringene er i både USD, euro, yen og noen valutaer i fremvoksende markeder (Chiang & Wheatley, 2010).

Selv om investeringene er diversifiserte med hensyn til valuta, er det liten tvil om USD er den viktigste valutaen i Kinas internasjonale reserver, noe annet ville vært merkelig i og med at det er denne valutaen som har vært holdepunktet for kinesisk valutakurspolitikk samt at amerikanske statsobligasjoner er de mest etterspurte statsobligasjonene i det globale markedet. Ifølge tall fra det amerikanske finansdepartementet eide Kina per oktober 2009 mer enn 938 milliarder USD i amerikanske statsobligasjoner, mer enn en fjerdedel av totalsummen av alle utenlandskeide amerikanske statsobligasjoner (U.S. Department of the Treasury, 2010). Kina er altså USAs suverent største kreditor. Enkelte anslår at så mye som to tredjedeler av de kinesiske reservene består av ulike amerikanske verdipapirer; dette bekreftes ikke fra kinesisk hold, men de legger ikke skjul på at USA er viktig. ”Valutareservene våre er enorme, så man kan tenke seg til at det amerikanske statsobligasjonsmarkedet er viktig for oss,” uttalte Yi Gang nylig (Chiang & Wheatley, 2010). Økningen i de internasjonale reservene har altså skjedd ved at Kina har kjøpt verdipapirer hovedsakelig i USA, Europa og Japan. På denne måten har kinesiske myndigheter gjort at kapital flyter fra Kina til disse landene.

Vi har argumentert for at kinesiske myndigheter over lengre tid har undervaluert valutaen sin, noe som har nødvendiggjort en kraftig akkumulering av internasjonale reserver, en akkumulering som har skjedd gjennom å kjøpe utenlandske verdipapirer, først og fremst amerikanske. Slik har kapital strømmet fra Kina i stor skala. I neste del av oppgaven vil vi

---

drøfte hvorfor Kina har ført – og fører – denne valutakurspolitikken og gjøre noen betraktninger rundt konsekvensene av politikken.

## 4.3 Fordeler og ulemper ved Kinas valutakurspolitikk

Vi har tidligere i dette kapittelet nevnt at Kinas valutakurspolitikk – mer spesifikt fastkurspolitikken – har vært et virkemiddel for å oppnå økonomisk stabilitet. Med tanke på de gjennomgripende økonomiske reformene landet har gjennomgått, kan det tenkes at det å binde valutakursen fra et kinesisk perspektiv har vært en fornuftig måte å sikre en mest mulig kontrollert overgang fra autarki til mer og mer å bli en åpen økonomi som tar del i globaliseringen.

Men viktigere enn ønsket om stabilitet har kanskje ønsket om vekst vært. Som Bernanke (2005) skriver, mener flere økonomer at den kinesiske offentlige intervensjonen i valutamarkedet har vært drevet av et ønske om å holde valutakursen lav for å fremme kinesisk eksport. I kapittel tre fokuserte vi på nettoeksportens påvirkning på valutakursen. Men det er også slik at valutakursen<sup>15</sup> vil ha en effekt på nettoeksporten. For jo mindre en RMB er verdt i USD, jo billigere blir kinesiske varer for amerikanerne ettersom kjøp av kinesiske varer innebærer betaling i RMB, som igjen nødvendiggjør kjøp av RMB med betaling i USD. På denne måten virker et lands valutakurs – dersom den får flyte fritt – i noen grad balanserende på et lands nettoeksport. At Kina har undervaluert valutaen sin for å skape gunstige vilkår for eksportindustrien sin, virker ikke urimelig når man tar i betraktning alle andre tiltak landet har gjennomført for å fremme eksporten sin, jamfør kapittel 3. Da Kina gikk bort fra den kontrollerte appresieringen av RMB i 2008, kan det ha vært på grunn av at landet ønsket så gunstige vilkår for eksportindustrien sin som mulig i en turbulent tid i verdensøkonomien. Det er i hvert fall grunn til å tro at landets eksport hadde vokst på langt nær så kraftig de siste tiårene dersom RMB hadde fått flyte fritt; dersom Kina – slik det ser ut til – har hatt et ønske om å vokse økonomisk gjennom eksport, har valutakurspolitikken vært vellykket.

---

<sup>15</sup> Det er *realvalutakursen* som påvirker eksport og import. Som nevnt i fotnote 9, beveger den nominelle valutakursen og realvalutakursen seg som regel i samme retning. Sentralbanken kan dermed styre realvalutakursen gjennom å styre den nominelle valutakursen.

---

Konsekvensene er imidlertid ikke udelte positive. McKinnon og Schnabl (2009) skriver at et resultat av den enorme akkumuleringen av utenlandske reserver er økt inflasjonspress i den kinesiske økonomien. Når sentralbanken selger RMB i valutamarkedet, vil en del av denne likviditeten havne i den innenlandske økonomien, noe som øker pengemengden og virker inflasjonsdrivende. Den kinesiske sentralbanken har forsøkt ulike steriliseringstiltak, som kontraktiv pengepolitikk og økte reservekrav til bankene, for å få bukt med økt pengemengde og inflasjon, med varierende hell. Som McKinnon og Schnabl (2009) skriver, fører kontraktiv pengepolitikk til høyere rentenivå, noe som kan tiltrekke seg mer utenlandske investeringer; dette legger press oppover på RMB, som i sin tur betyr at sentralbanken må øke de internasjonale reservene enda mer. Man havner i en ond sirkel. Mens Kina lenge har vært regnet som inflasjonsdempende i verdensøkonomien på grunn av sine billige eksportvarer, har landet nå blitt inflasjonsdrivende, ifølge McKinnon og Schnabl (2009). Enkelte mener også at økt likviditet i Kina har skapt bobler i bolig- og aksjemarkedet (Schultz, 2010; Mathiassen, 2010).

Også utenfor egne landegrenser har valutakurspolitikken hatt negative følger. Vi har allerede vært inne på amerikanernes misnøye med Kinas valutakurspolitikk. USA har et stort underskudd på driftsregnskapet og sliter med høy arbeidsledighet, og mener en kinesisk undervaluering av RMB gir urettferdig konkurransevridning i favør av Kina. Financial Times har skrevet mye om det de mener er en kunstig lav RMB-kurs (Wolf, 2009), og amerikanske politikere (deriblant president Barack Obama), med støtte fra en del kinesiske konsernsjefer, har gått ut mot det de mener er en form for valutaproteksjonisme fra Kinas side (Chen & Delaney, 2010).

Enkelte amerikanske politikere har bedt president Obama om å true kineserne med handelssanksjoner samt offentlig gå ut med en rapport som beskylder Kina for valutamanipulasjon og undervaluering (Bloomberg, 2010; New York Times, 2010). Det har foreløpig ikke skjedd, men Kinas valutakurspolitikk har utvilsomt bidratt til en kjøligere tone mellom de to økonomiske supermaktene. Valutamanipulasjon er for øvrig noe både WTO og IMF forbyr dersom det gir landet vesentlige fordeler i handelsøyemed (Sanford, 2010). Kina på sin side benekter at RMB er kunstig lav, og mener at appresiering av valutaen ikke vil bidra til å redusere de globale ubalansene ettersom Kinas høye eksport skyldes globalisering og komparative fortrinn i produksjonen fremfor gunstig valutakurs (Wheatley, 2010).

---

Det finnes også dem som mener at Kinas valutapolitikk og de massive oppkjøpene av amerikanske statsobligasjoner var med på å skape finanskrisen. Time Magazine gikk i 2009 så langt som å inkludere Kinas statsminister Wen Jiabao på en liste over de 25 personene som skapte krisen (Time Magazine, 2009). Argumentasjonen er at Kinas kapitaleksport og kjøp av amerikanske verdipapirer førte til for lett tilgang på kapital og for lave renter i verden, noe som la grobunn for boligboble i USA og subprimekrisen.

Sist, men ikke minst, kan Kinas valutakurspolitikk få negative konsekvenser for verdens økonomiske utvikling på lang sikt, dette nettopp på grunn av den paradoksale kapitalflyten politikken fører til. Som Bernanke (2005) skriver, kan de siste tiårs kapitalflytmønster – der Kina, og en del andre fremvoksende økonomier, sender kapital til rike, avanserte økonomier som USA – vise seg å bli hemmende for verdens økonomiske vekst. Essensen i tankegangen hans er i tråd med Lucasparadokset vi startet med innledningsvis i oppgaven: Rike land har relativt høy kapital-per-arbeider-ratio i forhold til fremvoksende økonomier, noe som skulle tilsi at kapital kommer bedre til nytte og gir bedre avkastning i de fremvoksende økonomiene. Ut i fra økonomisk logikk burde da verdens rike land – som USA – ha driftsoverskudd og være netto långivere til fremvoksende økonomier – som Kina; det ville ha skapt best mulig resultat for alle.

---

## 5. Avsluttende betraktninger

I denne oppgaven har vi satt Kinas valutakurspolitikk i sammenheng med det paradoksale i at den relativt fattige, fremvoksende økonomien Kina ikke er nettoimportør av kapital. Utenriksregnskapet til de to fremste eksponentene for rike og fattige land i verden – henholdsvis USA og Kina – viser at det såkalte Lucasparadokset i aller høyeste grad er reelt. Faktisk er Kina en stor nettoeksportør av kapital, mens USA er en stor nettoimportør.

Vi har hatt fokus på den kinesiske siden i dette bildet. Det er kinesiske myndigheter som sørger for at kapital sendes ut av landet, mens private aktører ser ut til å opptre mer i tråd med økonomisk teori. Dette har brakt oss over på Kinas valutakurspolitikk, som vi mener har hatt en avgjørende betydning for kapitalflyten ut av landet.

Kina har etter de økonomiske reformene for omtrent 30 år siden opplevd en utvikling i diverse makroøkonomiske faktorer som i sum har lagt press oppover på RMB. Kinesiske myndigheter har imidlertid ikke latt valutaen appresiere slik markedskreftene har trukket mot, antakelig på grunn av ønske om stabil og høy eksportvekst. Undervalueringen av RMB har nødvendiggjort en storstilt akkumulering av internasjonale reserver, noe som utgjør kapitalflyt ut av landet. Kapitalen strømmer da ut av Kina og til andre land, hovedsakelig USA.

På grunn av valutakurspolitikken har Kina opplevd betydelig inflasjon, og forholdet til USA har blitt satt på prøve. På lengre sikt kan valutakurspolitikken, gjennom kapitalflyten den skaper, tenkes å virke hemmende på den økonomiske veksten i verden ettersom kapitalflyt fra fattige til rike land ikke er optimalt med tanke på nyttegjørelse og avkastning av kapitalen.

Hvor veien går videre for den kinesiske valutakurspolitikken, er uvisst. Det har en stund vært en ganske utbredt oppfatning at Kina innen en relativt kort tidshorisont kommer til å revaluere RMB eller la den appresiere mot USD. Det er mye storpolitikk, stolthet og diplomati i bildet når verdens to økonomiske supermakter, USA og Kina, står mot hverandre, og det er nok uaktuelt for Kina å endre valutakurspolitikk dersom det gir inntrykk av at det skjer som resultat av politisk press fra USA. Signaler fra kinesiske myndigheter

---

tyder imidlertid på at de ikke er helt fremmed for tanken om å endre kurs om ikke så lenge ut i fra egeninteresse.

Men gjeldskrisen i EU og kraftig fallende euro kan endre på bildet. Muligens vil Kina forlenge fastkurspolitikken sin på grunn den uroen som er i markedene for tiden. Dette gjenstår å se. Det som er sikkert, er at problemstillinger knyttet til valuta vil fortsette å prege dagsordenen i internasjonal makroøkonomi. Kinesernes valutakursmanipulasjon og europroblemene er to eksempler på hvordan forståelse av valuta er nødvendig for å forstå viktige finansielle og realøkonomiske problemstillinger. Et overordnet mål med denne oppgaven har kanskje vært nettopp dette, å sette valuta i sammenheng med et annet makroøkonomisk felt – kapitalflyt – for å oppnå en bedre forståelse av hvordan ting henger sammen.

---

## Litteratur

Abel, A. et al. (1998) *Macroeconomics – European edition*. New York, Addison Wesley Longman.

Adams, C & D. Park (2009) *Causes and Consequences of Global Imbalances: Perspective from Developing Asia*. Asian Development Review, vol. 26, no 1, s 19-47.

Almås, I. (2005) *Investment to Serve Future Consumption Needs – Trade theory Applied to Demographic Challenges*. SNF Working Paper NO 72/05. Bergen, Samfunns- og næringslivsforskningen.

Aziz, J. & F. Caramazza (1998) *Fixed Or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s*. IMF Economic Issues no. 13/98. Washington, International Monetary Fund.

Bjorvatn, K. et al. (2006) *De gode hjelpere - Virkninger av utviklingen i Kina og India for norsk økonomi*. SNF-rapport nr. 30/06. Bergen, Samfunns- og næringslivsforskningen.

Blanton S. L. & R. G Blanton (2007) *What Attracts Foreign Investors? An Examination of Human Rights and Foreign Direct Investment*. Journal of Politics, vol. 69 nr. 1, februar 2007, s. 143-155.

Chow, G. C. (2002) *China's Economic Transformation*. Malden, Blackwell Publishers Inc.

Dayal-Gulati, A. & T. Rumbaugh (2005) *China's Global Integration and the Impact of WTO Accession. I: Kellogg on China – Strategies for Success*. Red.: Anurada Dayal-Gulati & Angela Y. Lee. London, Kogan Page. s. 3-26.

Dayal-Gulati, A. & A. Y. Lee (2005) Preface. I: *Kellogg on China: Strategies for Success*. Red.: Dayal-Gulati, A & A. Y. Lee. London, Kogan Page.

De Vita, G og K. S. Kyaw (2008) *Determinants of FDI and Portfolio Flows to Developing Countries: A Panel Cointegration Analysis*. European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, issue 13, s 161-168.



- 
- Dunaway, S. (2009) *Global imbalances and the financial crisis*. Council Special Report no. 04/2009. New York, US Council on Foreign Relations – Center for Geoeconomic Studies.
- Eichengreen, B. (2006) *China's Exchange Rate Regime: The Long and Short of It*. University of California Berkeley Paper. Upublisert manuskript.
- Levy-Yeyati, E. & F. Sturzenegger (2005) *Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds Vs. Words*. European Economic Review, vol. 49 nr. 6, august 2005, s. 1603-1635.
- Lucas, R. E. Jr. (1990) *Why doesn't capital flow from rich to poor countries?* American Economic Review, Vol. 80, No. 2.
- Stiglitz, J. E. & C. E. Walsh (2006) *Economics – 4<sup>th</sup> edition*. New York, W.W. Norton & Company Inc.
- Tsai, P. (1994) *Determinants of Foreign Direct Investment and Its Impact on Economic Growth*. Journal of Economic Development , vol. 19 nr. 1, juni, s. 137-163.
- Wolf, M. (2009) *Fixing Global Finance – How to Curb Financial Crises in the 21<sup>st</sup> century*. New Haven/London, Yale University Press.

---

## Internett

AFP (27. Januar 2010) *Chinese central banker warns of new Asian crisis* [Internett].

Tilgjengelig fra:

<<http://www.google.com/hostednews/afp/article/ALeqM5inurqq1hlzzYdrsLxJ4mGpZmvsjg>>  
[Nedlastet 3. juni 2010].

Amiti, M. & C. Freund (2008) *An Anatomy of China's Export Growth*. The National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper, 31. januar 2008. Cambridge, NBER.

Tilgjengelig fra: <[http://www.nber.org/books\\_in\\_progress/china07/amiti-freund2-1-08.pdf](http://www.nber.org/books_in_progress/china07/amiti-freund2-1-08.pdf)>  
[Nedlastet 9. mai 2010].

Atkins, R. & G. Dyer (9. Februar 2010) *China confirmed as world's top exporter* [Internett].

London, Financial Times. Tilgjengelig fra: <[http://www.ft.com/cms/s/0/35de8406-155c-11df-8f05-00144feab49a.html?nclink\\_check=1](http://www.ft.com/cms/s/0/35de8406-155c-11df-8f05-00144feab49a.html?nclink_check=1)> [Nedlastet 9. mai 2010].

Banister, J. (2005) *Manufacturing Employment and Compensation in China*. U.S.

Department of Labor, Bureau of Labor Statistics (BLS) Paper, november 2005. Washington D.C., BLS. Tilgjengelig fra: <<http://www.bls.gov/fls/chinareport.pdf>> [Nedlastet 19 mai 2010].

Banister, J. et al. (2010) *Population Aging and Economic Growth in China*. Harvard center for population and development studies, Working paper 53. Boston, Harvard School of public health. Tilgjengelig fra:

<[http://www.hsph.harvard.edu/pgda/WorkingPapers/2010/PGDA\\_WP\\_53.pdf](http://www.hsph.harvard.edu/pgda/WorkingPapers/2010/PGDA_WP_53.pdf)> [Nedlastet 4. juni 2010].

Bernanke, B. (14. april 2005) *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*.

St. Louis, Missouri, Homer Jones Lecture. Tilgjengelig fra:

<<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm>>  
[Nedlastet 3. juni 2010].

Bjørnstad, R. & E. S. Jansen (2006) *Renta bestemmer det meste*. Økonomiske analyser 6/2006. Oslo, Statistisk Sentralbyrå. Tilgjengelig fra:

<<http://www.ssb.no/emner/08/05/10/oa/200606/jansen.pdf>> [Nedlastet 4. mai 2010].

---

Bloomberg (24. mars 2010) *China CEOs join Obama in Supporting Yuan Appreciation* [Internett]. Tilgjengelig fra:

<[http://preview.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive\\_en10&sid=aS1rANQ0sIes](http://preview.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive_en10&sid=aS1rANQ0sIes)> [Nedlastet 4. juni 2010].

Bouvatier, V. (2006) *Hot Money Inflows in China: How the People's Bank of China Took Up the Challenge*. Centre d'Economie de la Sorbonne 2006. Paris, Université Paris Sorbonne.

Tilgjengelig fra: <<ftp://mse.univ-paris1.fr/pub/mse/cahiers2006/Bla06011.pdf>> [Nedlastet 4. juni 2010].

Chen, E & R. Delaney (13. april 2010) *Obama Tells Hu Yuan 'Undervalued' as U.S., China Agree Rebalancing Needed* [Internett]. Tilgjengelig fra:

<<http://preview.bloomberg.com/news/2010-04-13/obama-tells-hu-yuan-undervalued-as-u-s-china-agree-rebalancing-needed.html>> [Nedlastet 4. juni 2010].

Chiang, L & A. Wheatley (9. mars 2010) *China says committed to U.S. debt, wary on gold*.

Tilgjengelig fra: <<http://www.reuters.com/article/idUSTRE6280K720100309>> [Nedlastet 27. mai 2010].

Dunaway, S & X, Li (2005) *Estimating China's "Equilibrium" Real Exchange Rate*. IMF Working Paper WP/05/202 oktober. Washington, International Monetary Fund.

Tilgjengelig fra: <<http://imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05202.pdf>> [Nedlastet 4. juni 2010].

The Federal Reserve Bank of New York (2010) *The basics of foreign trade and exchange*

[Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.ny.frb.org/education/fx/foreign.html>> [Nedlastet 4. juni 2010].

Furuset, A. H. (13. april 2010) *Sterkere Kina-valuta innen to måneder* [Internett]. Oslo, Dagens Næringsliv. Tilgjengelig fra:

<<http://www.dn.no/forsiden/utenriks/article1876509.ece>> [Nedlastet 10. juni 2010].

Husby, T. B. (4. mai 2009) *Fattigdom* [Internett]. Store Norske Leksikons nettsider.

Tilgjengelig fra: <<http://www.snø.no/fattigdom>> [Nedlastet 2. juni 2010].

---

International Monetary Fund (2010) *Balance of Payments Statistics Browser [BPSB]* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www2.imfstatistics.org/BOP/>> [Nedlastet 10. mai 2010].

International Monetary Fund (2010) *Exchange Rates Archives* [Internett]. Tilgjengelig fra: <[http://www.imf.org/external/np/fin/data/param\\_rms\\_mth.aspx](http://www.imf.org/external/np/fin/data/param_rms_mth.aspx)> [Nedlastet 10. mai 2010].

International Monetary Fund (2010) *International Financial Statistics* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.imfstatistics.org/imf/>> [Nedlastet 27. mars 2010].

International Monetary Fund (2010) *World Economic Outlook Database [WEOD] April 2010* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/weodata/index.aspx>> [Nedlastet 10. mai 2010].

Johnson, S. (10. mars 2008) *LBS puts no stock in economic growth*. London, Financial Times. Tilgjengelig fra: <<http://media.ft.com/cms/7161b28a-ed1f-11dc-ad95-0000779fd2ac.pdf>> [Nedlastet 20. april 2010].

Lim, E. (2001) *Determinants of, and the Relation Between, Foreign Direct Investment and Growth: A Summary of the Recent Literature*. IMF Working Paper WP/01/175 november. Washington, International Monetary Fund. Tilgjengelig fra: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01175.pdf>> [Nedlastet 20. april 2010].

Lothian, J. R. & L. Wu (2005) *Uncovered Interest Rate Parity Over the Past Two Centuries*. Fordham University Working Paper 18.06.2005. New York, Fordham University. Tilgjengelig fra: <<http://www.bnet.fordham.edu/CRIF/WorkingPapers/uip07.pdf>> [Nedlastet 14. april 2010].

Ma, G. & R. N. McCauley (2007) *Do China's capital controls still bind? Implications for monetary autonomy and capital liberalization*. BIS Working Paper no. 233, august. Basel, Bank for International Settlements. Tilgjengelig fra: <<http://www.bis.org/publ/work233.pdf>> [Nedlastet 10. juni 2010].

Martin, M. F. & W. M. Morrison (2008) *China's "Hot Money" Problems*. CRS Report for Congress 21.07.2008. Washington D.C., The Library of Congress, Congressional Research

---

Service. Tilgjengelig fra: <<http://www.fas.org/sgp/crs/row/RS22921.pdf>> [Nedlastet 10. mai 2010].

Mathiassen, S. (22. april 2010) *På innsiden: Kina-boblen* [Internett]. Oslo, Dagens Næringsliv. Tilgjengelig fra: <<http://www.dn.no/forsiden/kommentarer/article1882707.ece>> [Nedlastet 27. mai 2010].

McKinnon, R. & G. Schnabl (2009) *China's Financial Conundrum and Global Imbalances*. BIS Working Paper No. 277, mars. Basel, Bank for International Settlements. Tilgjengelig fra: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1440263](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1440263)> [Nedlastet 4. juni 2010].

New York Times (26. mars 2010) *Yuan News* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/subjects/c/currency/yuan/index.html?sc=p=1-spot&sq=chinese%20currency&st=cse>> [Nedlastet 8. april 2010].

Norges Bank (14. november 2007) *FAQ - Valutakurser og valutareserver* [Internett]. Tilgjengelig fra: <[http://www.norges-bank.no/templates/article\\_67671.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article_67671.aspx)> [Nedlastet 10. juni 2010]

OECD (2003) *Checklist for Foreign Direct Investment Incentive Policies*. Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development. Tilgjengelig fra: <<http://www.oecd.org/dataoecd/45/21/2506900.pdf>> [Nedlastet 20. april 2010].

Pei, M. (2007) *Corruption Threatens China's Future*. Policy Brief 55, oktober. Washington D.C, Carnegie Endowment for International Peace. Tilgjengelig fra: <[http://www.carnegieendowment.org/files/pb55\\_pei\\_china\\_corruption\\_final.pdf](http://www.carnegieendowment.org/files/pb55_pei_china_corruption_final.pdf)> [Nedlastet 4. juni 2010].

The People's Bank of China (6. mars 2010) *Objective of the monetary policy*. Tilgjengelig fra: <<http://www.pbc.gov.cn/english/huobizhengce/objective.asp>> [Nedlastet 3. juni 2010].

Reinhart, C. M. & K. S. Rogoff (2002) *The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation*. NBER Working Paper no. 8963, juni. Cambridge, The National Bureau of Economic Research. Tilgjengelig fra: <[http://www.nber.org/papers/w8963.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w8963.pdf?new_window=1)> [Nedlastet 4. mai 2010].

---

Sanford, J. E. (2010) *Currency manipulation: The IMF and WTO*. CRS-report for congress 26. Januar 2010. Washington D.C., Congressional Research Service. Tilgjengelig fra: <[http://assets.opencrs.com/rpts/RS22658\\_20100126.pdf](http://assets.opencrs.com/rpts/RS22658_20100126.pdf)> [Nedlastet 4. juni 2010].

Schultz (3. mai 2010) – *Kina-boblen vil sprekke innen ett år* [Internett]. Oslo, E24. Tilgjengelig fra: <<http://e24.no/boers-og-finans/article3634883.ece>> [Nedlastet 27. mai 2010].

Time Magazine (12. Februar 2009) *25 People to Blame for the Financial Crisis* [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://www.time.com/time/specials/packages/completelist/0,29569,1877351,00.html>> [Nedlastet 4. juni 2010].

Tiwari, R. (2003) *Post-Crisis Exchange Rate Regimes in Southeast Asia: An Empirical Survey of De-Facto Policies*. Seminar Paper, juli. Hamburg, University of Hamburg. Tilgjengelig fra: <<http://www1.uni-hamburg.de/RRZ/R.Tiwari/papers/exchange-rate.pdf>> [Nedlastet dato 21.04.2010].

U.S. Department of the Treasury (17. mai 2010) *Major Foreign Holders of Treasury Securities* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.treas.gov/tic/mfh.txt>> [Nedlastet 27. mai 2010].

Wheatley, A. (16. mars 2010) *China denies yuan behind U.S. trade gap* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.reuters.com/article/idUSTRE62F0HT20100316>> [Nedlastet 3. juni 2010].

Wolf, M. (8. desember 2009) *Why China's exchange rate policy concerns us* [Internett]. London, Financial Times. Tilgjengelig fra: <<http://www.ft.com/cms/s/0/afac7ada-e448-11de-bed0-00144feab49a.html>> [Nedlastet 16. april 2010].

World Bank (19. april 2010) *World Development Indicators [WDI]* [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://databank.worldbank.org/ddp/home.do>> [Nedlastet 3. mai 2010].

World Bank (2009) *Worldwide Governance Indicators 1996-2008* [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.asp>> [Nedlastet 27. mars 2010].

---

Yang, D.T. et al. (2009) *Rising Wages: Has China Lost Its Global Labor Advantage?*.  
Economics Program Working Paper Series, EPWP #09 – 03, mars. New York, The  
Conference Board. Tilgjengelig fra:  
<<http://www.conference-board.org/economics/workingpapers.cfm?pdf=E-0043-09-WP>>  
[Nedlastet 5. mai 2010].

## Appendiks A – Kinas finansielle utvikling etter 1950

Etter opprettelsen av folkerepublikken Kina i 1949, ble alle landets kapitalistiske institusjoner nasjonalisert i 1950. Mellom 1950 og 1978 bestod Kinas finanssystem av kun én institusjon – The People's Bank of China (PBC). PBC var eid av myndighetene og styrt av Finansdepartementet, fungerte som både sentralbank og kommersiell bank, og kontrollerte omtrent 93 prosent av landets eiendeler og omtrent alt av transaksjoner (Allen et al., 2004).

Perioden rundt 1980 starter overgangen fra planøkonomien Kina til det som kan kalles en statlig kontrollert markedsøkonomi. Gjennom å åpne for handel med omverden opplevde Kina en voldsom vekst i produktivitet og eksport. Etter 1979 ble PBC omgjort til en ren sentralbank, mens totalt fire statlig eide banker tok over PBC sin gamle kommersielle virksomhet i løpet av perioden 1979-1984. Resten av 1980-tallet karakteriseres av fremveksten av mindre finansielle mellomledd utenfor de fire store statlige bankene, blant annet regionale banker og finansinstitusjoner som var deleid av lokale myndigheter (Allen et al., 2004).

På 1990-tallet skjedde to viktige hendelser i det kinesiske finanssystemet. Den første var det som gjerne omtales som "den kinesiske bankreformen", som gikk ut på en liberalisering av bankvesenet slik at publikum selv kunne velge hvilken bank de ville benytte. Reformen ble initiert i 1994, og fulgt opp med introduksjonen av den kommersielle bankloven i 1995. Bankloven hadde som formål å styrke rollen til sentralbanken, og åpne for etableringen av private banker. Likevel har strenge reguleringer ført til at få banker har blitt etablert, og at konkurransen og effektiviteten i sektoren fortsatt er lav (Allen et al., 2004).

Den andre viktige hendelsen på nittitallet var oppstarten og fremveksten av det kinesiske aksjemarkedet. To nasjonale børser (SHSE og SZSE) ble opprettet, og vokste mye i løpet av tiåret. Mange selskaper som var statlig eide under den tidligere planøkonomien, gikk over til å bli helt eller delvis privat eid ved å hente kapital i de ferske aksjemarkedene. Likevel har fremveksten av et støttende lovverk og rettslige institusjoner latt vente på seg, og Kina hadde eksempelvis ingen effektiv selskapslov før i 1999. Ikke før i 2007 regulerte denne loven elementære ting som konkursprosedyrer og kreditorrettigheter. Dette har delvis bidratt til at aksjemarkedene ikke har vokst seg store sammenliknet med for eksempel banksektoren, og fortsatt er de fire store bankene en langt viktigere kilde for finansiering enn aksjemarkedet (Allen et al., 2004).

Det lite velutviklede finanssystemet i Kina får også noe av skylden for at institusjonelle investorer foreløpig ikke har vokst seg store i det kinesiske aksjemarkedet. De første Kinesiske verdipapirfondene ble ikke etablert før i 1998, og selv i dag eier slike fond en svært begrenset andel av Kinesiske aktiva (\$110 milliarder i 2006). På grunn av begrenset kapital og administrative problemer har pensjonsfond heller ikke spilt en viktig rolle i de Kinesiske aksjemarkedene, og med Kinas aldrende befolkning er fremveksten av solide pensjonsfond viktig både for finansmarkedene og for sosial stabilitet (Allen et al., 2004).

2000-tallet brakte en ny æra inn i den kinesiske finansverden da Kina etter fjorten år med forhandlinger ble medlem av WTO i 2001. Kina tok dermed på seg forpliktelser på lik linje med mange av verdens utviklede land, inkludert å liberalisere økonomien betraktelig. Dette



økte konkurransen fra utenlandske finansinstitusjoner, og bidro til en betydelig økning av kapitalflyt til og fra Kina, særlig omfanget av inngående FDI. Kina er nå den største mottakeren av FDI blant verdens utviklingsøkonomier (Lawrence, 2008), og FDI er nå en viktigere finansieringskilde for kinesiske selskaper enn den tidligere så viktige og sentralt bestemte kapitaltilførselen fra myndighetene (Allen et. al., 2004).

Også handelen økte mye i perioden etter inntoget i WTO. Mellom 2001 og 2005 økte dollarverdien av kinesisk eksport og import med henholdsvis 29,3 og 25,3 prosent årlig (Lawrence, 2008), og Kina er nå verdens største eksportør, verdens nest største importør og verdens tredje største økonomi målt i nominelt BNP (International Monetary Fund World Economic Outlook Database, 2010).

## Kilder

Allen, F. et al. (2004) *China's financial system: Past, present and future*.

En del av bokprosjektet: Brandt, L. & T. Rawski, red. *The Transition that Worked: Origins, Mechanism, and Consequences of China's Long Boom*. (Foreløpig ikke publisert.)

International Monetary Fund (2010) *World Economic Outlook Database April 2010* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/weodata/index.aspx>> [Nedlastet 3. juni 2010]

Lawrence, R. Z. (2008) China and the Multilateral Trading System. I: Eichengreen, B., C. Wyplosz & Y. C. Park. red. *China, Asia, and the New World Economy*. New York, Oxford University Press, s. 145-167.

## Appendiks B – Balance of payments cycle

”Balance of Payments cycle”-teorien, som beskrevet i blant annet Kwan (1994), klassifiserer land i seks ulike kategorier etter økonomisk modenhet, og forklarer hvordan landene beveger seg gjennom de ulike stadiene gjennom driftsbalanse- og kapitalbalansedynamikk.

*Ung låntaker* tar opp lån for å finansiere prosjekter som på sikt skal generere inntekter, og har på dette tidspunkt negativ driftsbalanse på grunn av lav eksport og høye renteutgifter (som inngår i netto faktorinntekt). Etter hvert som investeringene bygger eksportkapasitet får landet positiv nettoeksport og blir en *moden låntaker*. Når eksportoverskuddet faktisk overstiger renteutgiftene (landet får positiv driftsbalanse) blir landet *gjeldsreduserende*, og ettersom gjelden snus til positiv netto fordringsposisjon blir landet en *ung kreditor*. Etter hvert som nettoeksporten blir negativ som følge av økt import blir landet som en *moden kreditor* å regne. Driftsbalansen er imidlertid fortsatt positiv – ettersom renteinntektene overgår den negative nettoeksporten i absolutt størrelse. Når dette ikke lenger er tilfelle, og landet får negativ driftsbalanse, inntar landet en posisjon som *formuestærende* – landet reduserer da igjen sine eierskap i utenlandske aktiva.

	Nettoeksport	Driftsbalansen	Netto faktorinntekt
Ung låntaker	-	-	-
Moden låntaker	+	-	-
Gjeldsreduserende	+	+	-
Ung kreditor	+	+	+
Moden kreditor	-	+	+
Formuestærende	-	-	+

### Kilder

Kwan, C. H. (1994) *Economic Interdependence in the Asia-Pacific Region*. London/New York: Routledge.

## Appendiks C – Lucasparadokset

Utgangspunktet er en produksjonsfunksjon på aggregert form med ny-klassiske egenskaper. Her er produksjonen  $Y$  en funksjon av nivået på kapitalen  $K$ , arbeidskraften  $L$  og det eksogent gitte nivået på teknologien  $A$ . Parameteren  $A$  kan eventuelt tolkes som total faktorproduktivitet.

$$Y = F[K, L, A]$$

For å betegnes som ny-klassisk må produksjonsfunksjonen ha

- i) positivt, men avtagende grenseprodukt for  $K$  og  $L$  separat
- ii) konstant skalaутbytte ved en tilsvarende og simultan prosentvis økning av  $K$  og  $L$
- iii) oppfylle Inada-betingelsene.

En enkel produksjonsfunksjon som oppfyller disse betingelsene er den velkjente Cobb-Douglas-funksjonen, her presentert som i Lucas (1990).

$$Y = AK^\beta L^{(1-\beta)}$$

Her er parameteren  $\beta$  et mål på relativ andel kapital i økonomien, mens  $(1 - \beta)$  tilsvarende blir et mål på relativ andel arbeidskraft i økonomien. Samtidig kan  $\beta$  sees på som en produksjonselastisitet for kapitalen, ettersom  $\beta$  gir et mål på hvor mye produksjonen øker dersom man øker kapitalen med en gitt prosent. Dersom man øker kapitalen med  $X$  prosent, vil produksjonen øke med omtrent  $\beta X$  prosent. Tilsvarende gjelder for arbeidskraften med parameteren  $(1 - \beta)$ . Med parameterbegrensning  $0 < \beta < 1$  er dermed betingelse i) oppfylt.

Det faktum at parameterne  $\beta$  og  $(1 - \beta)$  definisjonsmessig summerer seg til én, gjør at funksjonen har konstant skalaутbytte og dermed oppfyller betingelse ii). Betingelse iii) kan vises matematisk.

Cobb-Douglas-funksjonen har først og fremst sitt fortrinn i at den er enkel å behandle matematisk og likevel ivaretar de nevnte forutsetningene. Funksjonens forklaringskraft som produksjonsfunksjon på mikronivå er heller omstridt. Et mål på rikdom som brukes i Lucas' artikkel (1990) er produksjon per arbeider (BNP per capita). Det er derfor nyttig å sette opp modellen på per-arbeider-form, benevnt med små bokstaver.

$$k = \frac{K}{L}$$
$$y = \frac{Y}{L} = \frac{AK^\beta L^{(1-\beta)}}{L} = AK^\beta L^{-\beta} = A \left( \frac{K}{L} \right)^\beta = Ak^\beta$$

Verbalt kan  $k$  tolkes som kapital per arbeider og  $y$  som produksjon per arbeider.

Med utgangspunkt i modellen på per-arbeider-form kan vi med enkle algebraiske omforminger finne følgende uttrykk for kapitalens grenseprodukt  $r$  uttrykt som funksjon av henholdsvis kapital per arbeider  $k$  og produksjon per arbeider  $y$ .

$$r = A\beta k^{\beta-1}$$

$$r = \beta A^{\frac{1}{\beta}} y^{\frac{\beta-1}{\beta}}$$

Mer interessant er det å se på den partiellderiverte av kapitalens grenseprodukt med hensyn på produksjon per arbeider.

$$\partial r / \partial y = (\beta - 1) y^{-\frac{1}{\beta}} A^{\frac{1}{\beta}}$$

Med restriksjonen  $\beta < 1$  har vi at  $(\beta - 1) < 0$  og dermed at  $\partial r / \partial y < 0$ . Det betyr at kapitalavkastningen  $r$  skulle avta jo større produksjon per arbeider  $y$ . Derfor impliserer den nyklassiske modellen at kapitalavkastningen i et land burde avta jo rikere landet er, alt annet likt.

Videre burde dette implisere, gitt velfungerende internasjonale kapitalmarkeder, at kapitalen burde flyttes fra rike til fattige land. Dette burde fortsette inntil kapitalens grenseprodukt er likt i alle land. Dette støttes ikke empirisk, og Lucas peker på at de viktigste årsakene til dette er internasjonale kapitalmarkedsimperfeksjoner og grunnleggende politiske, økonomiske og institusjonelle svakheter i de kapitalfattige landene (Lucas, 1990).

## Kilder

Lucas, Robert E. Jr (1990) *Why doesn't capital flow from rich to poor countries?* American Economic Review, Vol. 80, No. 2.

## Appendiks D – Utenriksregnskapet

Et lands økonomiske interaksjon – handel, kapitalflyt, lån osv. – med resten av verden registreres årlig i landets *utenriksregnskap*, som dermed blir en oversikt over landets internasjonale transaksjoner (Abel et al., 1998). Utenriksregnskapet føres med positive kreditnoteringer for transaksjoner som medfører flyt av betalingsmidler *inn* i landet, som – i tråd med dobbelt bokholderis prinsipp – alltid motveies av negative debetnoteringer for transaksjoner som medfører flyt av betalingsmidler *ut* av landet (Mork, 2004).

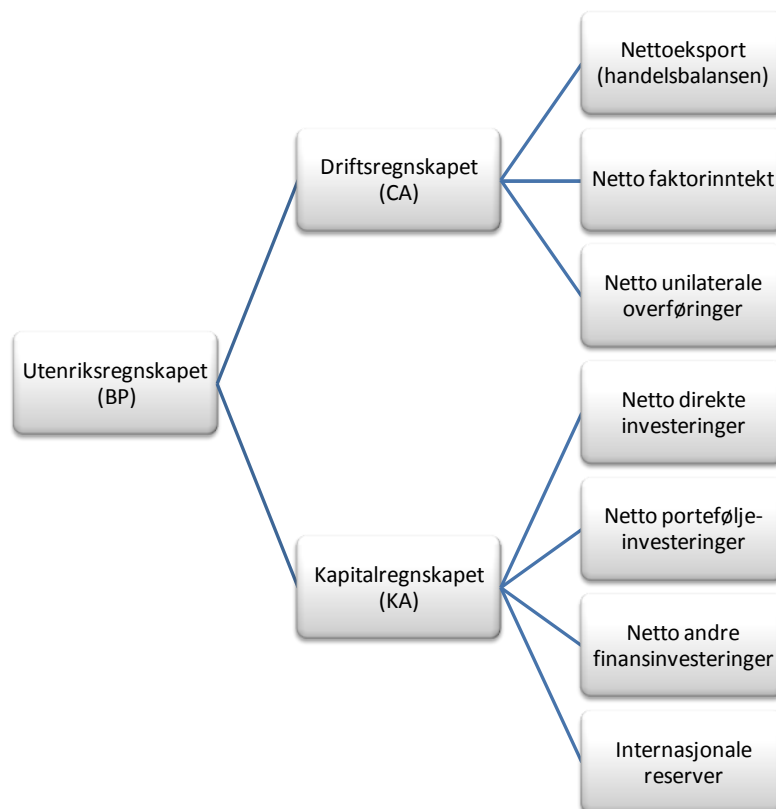
Utenriksregnskapet (BP etter det engelske *balance of payments*) består av to komponenter – *driftsregnskapet* (CA etter det engelske *current account*) og *kapitalregnskapet* (KA etter det engelske *capital account*).

*Driftsregnskapet* registrerer løpende transaksjoner, og kan sies å reflektere et lands nettoinntekt fra utlandet (Mork, 2004). Driftsregnskapet omfatter *nettoeksport* (*handelsbalansen*), *netto faktorinntekt* og *netto unilaterale overføringer*.

*Nettoeksport* er eksport minus import, og utgjør dermed den nettoinntekt et land får gjennom handel av varer og tjenester. *Netto faktorinntekt* er nettoinntekt knyttet til renter, utbytte og lønn. *Netto unilaterale overføringer* er nettooverføringer av for eksempel bistandsmidler eller pengegaver mellom familiemedlemmer i ulike land.

*Kapitalregnskapet* registrerer kapitalbevegelser inn og ut av et land og reflekterer netto endring i nasjonalt aktivaeierskap (Mork, 2004). Kapitalregnskapet kan deles opp i fire komponenter, *netto direkte investeringer*, *netto porteføljeinvesteringer*, *netto andre finansinvesteringer* og *netto endring internasjonale reserver*.

*Netto direkte investeringer* er netto (inngående minus utgående) langsiktige investeringer, som for eksempel kjøp av maskiner, bygninger eller hele virksomheter (Sloman, 1997). *Netto porteføljeinvesteringer* er netto investeringer i utenlandske verdipapirer, som aksjer og obligasjoner. *Netto andre finansinvesteringer* er netto kapitalstrømmer som for eksempel banklån og bankinnskudd. *Netto endring internasjonale reserver* er summen av transaksjoner foretatt av landets sentralbank av hensyn til landets pengepolitiske mål, finansiell stabilitet eller valutakurs (Norges Bank, 2007).



### *Oversikt over elementene i utenriksregnskapet*

Figuren over viser oppbygningen av utenriksregnskapet. Et sentralt poeng er at utenriksregnskapet alltid balanseres til null ( $BP = CA + KA = 0$ ) ettersom en positiv kreditnotering i driftsregnskapet vil alltid motveies av en negativ debetnotering i kapitalregnskapet, og vice versa. Eksempelvis har USA lenge hatt underskudd på driftsregnskapet. Underskudd på driftsregnskapet motveies av overskudd på kapitalregnskapet, ettersom et land med negativ driftsbalanse vil måtte hente kapital fra utlandet for å finansiere praksisen med å importere mer enn det eksporterer og/eller investere mer enn det sparer (Obstfeldt & Rogoff, 1996).

### **Kilder**

Abel, A. et al. (1998) *Macroeconomics – European edition*. New York, Addison Wesley Longman.

Mork, K. A. (2004) *Makroøkonomi – 3. utg.* Oslo, Cappelen Akademisk Forlag.

Norges Bank (14. november 2007) *FAQ - Valutakurser og valutareserver*. [Internett] Tilgjengelig fra: [http://www.norges-bank.no/templates/article\\_67671.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article_67671.aspx) [Nedlastet 1.mars 2010]

Obstfeldt, M og K. Rogoff (1996) *Foundations of International Macroeconomics*. Cambridge, The MIT Press.

Sloman, J. (1997) *Economics – 3<sup>rd</sup> ed.* Hertfordshire, Prentice Hall.